



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

**OBJEKTIVIZOVANÉ STANOVENÍ HODNOTY
SPOLEČNOSTI**

OBJECTIFIED ASSESMENT VALUE OF COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Radomír Kula

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Jiří Luňáček, Ph.D., MBA

BRNO 2019

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav ekonomiky
Student: **Bc. Radomír Kula**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Podnikové finance a obchod
Vedoucí práce: **Ing. Jiří Luňáček, Ph.D., MBA**
Akademický rok: 2018/19

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Objektivizované stanovení hodnoty společnosti

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Primárním cílem je stanovení objektivizované hodnoty stavební společnosti prostřednictvím metody DCF entity a EVA. Práce bude dále obsahovat strategickou a finanční analýzu, definovat rozčlenění aktiv na provozně potřebná a provozně nepotřebná a bude stanovovat generátory hodnoty.

Základní literární prameny:

KNÁPKOVÁ, A. a D. PAVELKOVÁ. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3. vyd. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-802-4733-494.

KUBÍČKOVÁ, D. a I. JINDŘICHOVSKÁ. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. Praha: C.H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-538-1.

MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

SABOLOVIČ, M. Oceňování podniku: hodnota versus finance. 3. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-808-7001-134.

SYNEK, M. H. KOPKÁNEŠ a M. KUBÁLKOVÁ. Manažerské výpočty a ekonomická analýza. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-154-3.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2018/19

V Brně dne 28.2.2019

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá stanovením objektivizované hodnoty podniku na základě provedení strategické a finanční analýzy, které slouží jako základ pro rozdělení aktiv na provozně potřebná a provozně nepotřebná, stanovení jednotlivých generátorů hodnot a sestavení finančního plánu. S použitím těchto nástrojů se stanoví objektivizovaná hodnota podniku prostřednictvím metody diskontovaného cash flow entity a ekonomické přidané hodnoty.

Abstract

This master thesis deals with determination of objectivized value of company based on results of strategic and financial analysis which are used as a basis for distribution of assets as an operationally needed and operationally not needed, setting of individual value generators and compiling of a financial plan. Using these bases, the objectivized value of the company will be determined using method discount cash flow entity and the economic value added.

Klíčová slova

hodnota podniku, diskontované cash flow entity, ekonomická přidaná hodnota, finanční analýza, poměrové ukazatele, strategická analýza

Key words

value of company, discount cash flow entity, economic value added, financial analysis, ratio indicators, strategic analysis

Bibliografická citace

KULA, Radomír. Objektivizované stanovení hodnoty společnosti [online]. Brno, 2019 [cit. 2019-05-12]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/115811>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce Jiří Luňáček.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 12. května 2019

podpis studenta

Poděkování

Můj největší dík patří panu Ing. Jiřímu Luňáčkovi, Ph.D., MBA., za odborné vedení, rady, zkušenosti i čas, který mi věnoval. Dále bych rád poděkoval rodině, přátelům a přítelkyni, kteří mě při psaní diplomové práce podporovali.

OBSAH

ÚVOD.....	12
CÍLE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ.....	13
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	15
1.1 Proč oceňovat podnik	15
1.1.1 Objektivizovaná hodnota společnosti	16
1.1.2 Oceňovací předpisy.....	17
1.1.3 Proces ocenění	17
1.2 Strategická analýza.....	18
1.2.1 SLEPT.....	18
1.2.2 Porterova analýza.....	18
1.2.3 Model 7S McKinsey	19
1.2.4 SWOT	21
1.3 Finanční analýza.....	21
1.3.1 Absolutní a rozdílové ukazatele.....	22
1.3.2 Poměrové ukazatele	22
1.3.3 Ukazatele likvidity	23
1.3.4 Ukazatele zadluženosti	24
1.3.5 Ukazatele rentability	26
1.3.6 Ukazatele aktivity	27
1.3.7 Ukazatele Cash flow	29
1.3.8 Soustavy ukazatelů	31
1.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	32
1.4.1 Krátkodobý finanční majetek.....	34
1.4.2 Dlouhodobý finanční majetek.....	34
1.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	35
1.4.4 Provozně potřebný investovaný kapitál	36
1.4.5 Ostatní provozně nepotřebná aktiva	36

1.5	Analýza generátorů hodnoty	36
1.5.1	Tržby	38
1.5.2	Provozní zisková marže	38
1.5.3	Pracovní kapitál	39
1.5.4	Investice do dlouhodobého majetku	40
1.5.5	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	41
1.6	Sestavení finančního plánu	42
1.7	Ocenění na základě analýzy výnosů	43
1.7.1	Metoda diskontovaného cash flow	43
1.7.2	Metoda DCF entity	43
1.7.3	Peněžní toky.....	43
1.7.4	Investice pro výpočet FCFF.....	44
1.7.5	Dvoufázová metoda ocenění.....	45
1.8	Ocenění pomocí Ekonomické přidané hodnoty (EVA)	47
1.8.1	Oportunitní náklady	47
1.8.2	Struktura vzorce EVA.....	48
1.8.3	Čistý zisk z provozní činnosti po zdanění (NOPAT)	48
1.8.4	Investovaný zpoplatněný kapitál (C)	49
1.8.5	Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)	49
1.8.6	Náklady na vlastní kapitál (<i>re</i>).....	50
1.8.7	Náklady na cizí kapitál (<i>rd</i>).....	50
1.8.8	Ocenění na základě ekonomické přidané hodnoty	51
2	ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU	52
2.1	Účel, předmět, datum ocenění a kategorie hodnoty	52
2.2	Oceňovaná společnost.....	52
2.3	Strategická analýza.....	53
2.3.1	SLEPT analýza	54
2.3.2	Porterova analýza.....	56

2.3.3	Model 7S (McKinsey)	58
2.3.4	SWOT analýza	60
2.4	Finanční analýza	61
2.4.1	Čistý pracovní kapitál	61
2.4.2	Ukazatele likvidity	62
2.4.3	Ukazatele rentability	63
2.4.4	Ukazatele zadluženosti	65
2.4.5	Ukazatele aktivity	67
2.4.6	Ukazatele cashflow	70
2.4.7	Altmanův model a index IN05	73
2.4.8	Zhodnocení finanční analýzy	74
2.5	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	76
2.5.1	Krátkodobý finanční majetek	76
2.5.2	Dlouhodobý finanční majetek	76
2.5.3	Provozně potřebný investovaný kapitál	77
2.5.4	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	77
2.6	Analýza generátorů hodnoty	78
2.6.1	Tržby	78
2.6.2	Provozní zisková marže	80
2.6.3	Pracovní kapitál	81
2.6.4	Investice do dlouhodobého majetku	82
2.6.5	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	84
2.7	Sestavení finančního plánu	85
2.8	Ocenění na základě metody diskontovaného cash flow entity	87
2.8.1	Diskontní míra – WACC	87
2.8.2	První fáze	88
2.8.3	Druhá fáze	89
2.8.4	Současná hodnota k datu ocenění	90

2.9	Ocenění na základě Ekonomické přidané hodnoty (EVA)	90
2.9.1	První fáze	91
2.9.2	Druhá fáze a současná hodnota.....	91
2.9.3	Současná hodnota k datu ocenění	92
3	VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ	93
	ZÁVĚR	99
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	101
	SEZNAM OBRÁZKŮ	104
	SEZNAM GRAFŮ	105
	SEZNAM TABULEK	106
	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ	108
	SEZNAM PŘÍLOH.....	109

ÚVOD

Pro vedení je nezbytné znát vedle účetní hodnoty také hodnotu tržní, která je pro celkové strategické řízení důležitějším faktorem. Tržní hodnota je také velice důležitá pro případné investory, kteří by chtěli do podniku vstoupit. Dalším důvodem ocenění může být i rozhodování v rámci strategického řízení, a to jakým směrem se bude společnost dále vyvíjet. Společnost zná svou účetní hodnotu, ale ta není dostačující. Hodnota majetku společnosti není konečná a je třeba hodnotit i budoucí příjmy, které tento majetek dokáže generovat.

Oceňování podniku je v současné době čím dál tím více důležitější problematikou. Po období tvrdé totality a centrálního plánování ekonomiky se ekonomika České republiky přeměnila na tržní hospodářství, které se chová podle úplně jiných ekonomických zákonů, než tomu po čtyřicet let bylo. Působení nabídky a poptávky se dotýká naprosto všech statků a služeb na trhu. Proto i hodnota společnosti při prodeji nebo nákupu podléhá tomuto principu, kdy při nabytí, sloučení, akvizici nebo jiném typu nabytí nebo přeměny je nezbytné tržní hodnotu společnosti znát. Tato hodnota je také nezbytná při změnách vlastnických struktur akcionářů a vlastníků nehledě na typ změny (vstup, výstup nebo změna majetkových podílů).

Ocenění není přímo regulováno legislativou a při konkrétním ocenění se může vycházet z předpisů, které jsou závazné jen z dílčí části a o nichž by oceňovatel měl mít alespoň elementární povědomí. Oceňovatelem může být vlastník, potencionální zájemce nebo i nezávislá třetí strana. Faktorem působícím na oceňovatele může být současný stav ekonomiky, hladina úrokových měr nebo i vlastní citový pud, který ovlivňuje jednotlivé oceňovací kroky oceňovatele. Z tohoto pohledu je jasné, že každé provedené ocenění je zkresleno subjektivním pohledem.

Jako téma své diplomové práce jsem zvolil problematiku stanovení objektivizované hodnoty společnosti EUROVIA CS, a.s. Hodnota bude stanovena pomocí dvou výnosových metod ocenění ke dni 1. 1. 2018.

CÍLE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ

Primárním cílem diplomové práce je stanovení objektivizované hodnoty společnosti EUROVIA CS, a.s. ke dni 1. 1. 2018 pomocí výnosové metody discount cash flow entity a ekonomické přidané hodnoty. Převažující činností společnosti je pozemní a inženýrské stavitelství. Převažujícím zdrojem pro naplnění primárního cíle budou veřejně dostupné účetní závěrky ověřené nezávislým auditorem, které jsou zveřejněny v obchodním rejstříku.

Pro naplnění primárního cíle je nutné dosáhnout několika dílčích cílů, které jsou součástí jednotlivých částí práce.

První parciální cíl je sumarizace poznatků, které byly sesbírány z odborných literárních publikací dostupných v knižní nebo elektronické podobě, vysvětlující základní pojmy, definice a metody vztahující se k naplnění primárního cíle. Druhým parciálním cílem je sestavení datové základny a strategického zhodnocení situace oceňované společnosti. Tento parciální cíl je závislý na dosažení prvního parciálního cíle. Třetím parciálním cílem je využití poznatků druhého parciálního cíle k provedení jednotlivých kroků nezbytných pro primární cíl, tedy ocenění. Posledním parciálním cílem je rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, stanovení generátorů hodnot a následné ocenění na základě generátorů hodnot. Všechny parciální cíle jsou navzájem provázané a přímo spolu souvisí, bez naplnění jednoho cíle není možné objektivně dosáhnout cíle jiného a realisticky naplnit cíl primární.

Metody pro zpracování práce jsou logické, vědecké a párové. Nejvíce jsou využity metody logické, tedy analýza vs. syntéza, abstrakce vs. konkretizace a indukce a dedukce.

Pomocí analýzy jsou rozebrány jednotlivé prvky ovlivňující výslednou hodnotu ocenění. Analýzou budou rozebrána finanční (poměrové a rozdílové ukazatele) a strategická data (Porter, SLEPT a model 7s) a následně nezávisle na sobě posuzována. Pomocí syntézy jsou rozebraná data spojována a využívána pro tvorbu komplexních výstupů, jako je posouzení strategické pozice společnosti na trhu a její budoucí možný vývoj (SWOT), dále také celkové finanční zdraví za minulé období do současnosti a zhodnocení dopadů do budoucna (zhodnocení finanční analýzy, bonitní a bankrotní modely). Dalším využití

syntézy bude při: rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, stanovení generátorů hodnoty, tvorba finančního plánu a především samotné ocenění společnosti.

Pomocí abstrakce jsou posuzovány výstupy strategického a finančního hodnocení a dále také provozně nutná a nenutná aktiva. Následnou konkretizací jsou identifikovány relevantní informace potřebné pro ocenění (stanovení a prognóza generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu, ocenění EVA a DCF entity). S pomocí indukce je stanovena objektivizovaná hodnota oceňované společnosti.

1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

V této kapitole jsou vysvětleny základní pojmy důležité pro téma, kterému se práce věnuje.

1.1 Proč oceňovat podnik

Ocenění podniku je v České republice nové, ale i zároveň staré téma, jelikož po dobu 40 let zde nebylo kvůli totalitnímu komunistickému režimu potřebné znát kromě účetní hodnoty i hodnotu tržní. Tento režim fungoval na plánovaném typu ekonomiky. Po sametové revoluci, kdy byl režim svržen, se kromě politické transformace provedla transformace hospodářství na tržní. Tržní hodnota byla zvlášť důležitá při polistopadové privatizaci, kdy tržní hodnota zajímala nejen vlastníky (akcionáře), ale také investory a věřitele (především banky). Transformace byla rychlá a zjistilo se, že je velká absence v oceňovací praxi a ekonomické teorii (4, s. 1).

Ohodnocení vychází v podmínkách reálného světa z teorie investování. Lidé subjektivně rozhodují, stanovují nebo určují výši cen, popřípadě tržní transakci. Ve výsledku je konečným cílem subjektivní hraniční cena. Tato cena je pro konkrétní subjekt relevantní, protože je ve shodě s účelem ocenění. Pro subjekty transakce jsou koupě a prodej podniku investicí nebo dezinvesticí. Zainteresované subjekty se rozhodují, zda je pro ně daná transakce výhodná a zda je v porovnání k jiným možnostem alokací finančních prostředků výhodnější (5, s. 19).

Pro hodnocení společnosti je celá řada důvodů. V období hospodářské krize byla tato otázka velice aktuální, neboť se celá řada společností dostala v menší či větší míře do finančních problémů, které musely řešit. Stanovení hodnoty při koupi, prodeji, slučování nebo transformaci je pro zainteresované subjekty velice důležité a důvodů, proč stanovit hodnotu, je mnoho (7, s. 9).

Jedna z hlavních zásad investora je neplatit za aktivum více, než je jeho hodnota. Investor při koupi aktiva očekává příliv budoucího peněžního toku a musí odhadnout maximální cenu, která je za dané aktivum akceptovatelná. Odhadnutí budoucích peněžních toků a ceny, která by měla být za aktivum přinášející budoucí peněžní tok zaplacená, je pro investora stěžejní a její určení je velice rizikové (24, s. 2).

Výsledkům ocenění by se měla přikládat jen taková významnost, kterou si zaslouhují. Výsledné ocenění může opět reagovat při zjištění dalších významných informací a údajů, které nebyly dříve známy a nebyly zjištělné (5, s. 25).

Jedním z výrazných znaků současné ekonomické reality jsou neustálé inovace, změny a pokrok vpřed. Tento trend způsobuje neustálé zkracování životního cyklu výrobků, služeb a také společností. Investování je čím dál rizikovější, protože životnost investice se zkracuje a snižuje se v celkovém důsledku i výnos. Tento tlak vyvolává potřebu neustále nových investičních příležitostí a nutnost společností se přizpůsobovat a následně nabízet nové investiční příležitosti, aby byl zajištěn kontinuální rozvoj společnosti. Tyto tendence nutí společnosti hledat synergické efekty, které jsou zaměřeny na zvyšování finanční výkonnosti podniku. Zvýšení výkonnosti mohou způsobit investice do nových technologií, restrukturalizace nebo rekonstrukce stávajících, aby přinášely větší efektivnost, snižování nákladů, zvyšování zisku a konkurenční výhodu nad konkurenty. Další možností je spojování společností buď neveřejně kartelovou dohodou, nebo fúzí. Fúze může být provedena sloučením, splynutím nebo například prodejem (10, s. 115).

1.1.1 Objektivizovaná hodnota společnosti

Objektivizovaná hodnota je hodnota postavena v co největší míře na všeobecně respektovaných datech. Dále je důležité dodržet určité principy a požadavky při výpočtu. Dodržovaným principem může být princip alternativy, substituce nebo budoucího prospěchu. Princip alternativy můžeme vyložit tak, že prodávající i kupující mají možnost koupit nebo prodat i od jiného prodávajícího nebo kupujícího. Princip substituce říká, že náklady vynaložené na získání určitého aktiva (například výrobního závodu o 12 výrobních linkách) musí být nižší nebo maximálně stejné jako jiné totožné aktivum (jiný výrobní závod o 12 výrobních linkách). Pokud je oceňovatel najat kupujícím, měl by zkoumat náklady na pořízení daného aktiva i od jiných prodávajících, aby kupující nevynaložil větší náklady, když může pořídit substitut o stejných parametrech za nižší náklady. Tento princip se užívá u tržního srovnávání. Princip budoucího prospěchu vychází z jedné ze základních ekonomických pouček, která říká, že hodnota budoucího ekonomického prospěchu plynoucí majiteli vychází z hodnoty příslušného aktiva.

Tento princip se dá považovat za velice vhodný pro stanovení hodnoty předmětného aktiva, neboť stanoví hodnotu aktiva z budoucího ekonomického prospěchu (6, s. 12).

Význam objektivizované hodnoty můžeme chápat i tím způsobem, že hodnota není objektivní vlastní společnosti. Pokud bude společnost pokračovat v neměnném konceptu, získáme objektivizovanou hodnotu. Je důležité reálně zhodnotit všechna budoucí očekávání, rizika, možnosti a šance. První stupeň objektivizované hodnoty bere v úvahu veškeré relevantní informace k datu ocenění. Druhý stupeň bere v úvahu všeobecná fakta ovlivňující ocenění, které ale nemusí být v budoucnu zcela jasné. Třetí stupeň zohledňuje pouze subjektivní názory. Objektivizovaná hodnota je zakládána na současnosti a nesporných faktech. Využívá se u metody kapitalizovaných čistých výnosů (11, s. 22).

1.1.2 Oceňovací předpisy

V České republice neexistují zákonně závazné předpisy pro ocenění, ale u nás i v zahraničí jsou předpisy, které jsou z dílčí části závazné, popřípadě slouží jako doporučení. V České republice to je Zákon o ocenění majetku nebo Metodický pokyn České národní banky. Ve Spojených státech amerických se ocenění řídí například Americkým oceňovacím standardem US PAP nebo v Německu německými standardy IDW S1. Další předpisy stojící za zmínku jsou Mezinárodní oceňovací standardy nebo Evropské oceňovací standardy, které jsou vydávány uznávanými institucemi (14, s. 19).

1.1.3 Proces ocenění

Při ocenění hodnoty podniku se nejčastěji využívá takzvaný obecný postup. Jednotlivými kroky jsou:

- (1) Účel ocenění – stanovení smyslu, účel ocenění, kdo, proč a k jakému datu
- (2) Kategorie hodnoty – určení kategorie hodnoty – volba vstupních dat, predikce budoucích cash flow a rozmezí výsledných hodnot
- (3) Strategická analýza – analýza makro a mikro prostředí
- (4) Finanční analýza
- (5) Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná – rozdělení je nutné, aby nedošlo buď k přecenění, nebo podcenění jednotlivých majetkových složek

- (6) Analýza generátorů hodnoty a finanční plán – ukazatele tvořící souhrnnou hodnotu – nejčastěji tržby, marže, diskontní míra a jiné
- (7) Aplikace oceňovacích metod – nejčastěji výnosové metody (11, s. 43).

1.2 Strategická analýza

Součástí strategické analýzy je analýza vnitřního a vnějšího okolí analyzované společnosti. Analýza vnějšího okolí společnosti může být provedena SLEPT analýzou nebo Porterovou analýzou pěti konkurenčních sil. Pro analýzu vnitřního prostředí je vhodná McKinseyho analýza 7S. K závěrečnému vyhodnocení provedených analýz je vhodná SWOT analýza (18, s. 131).

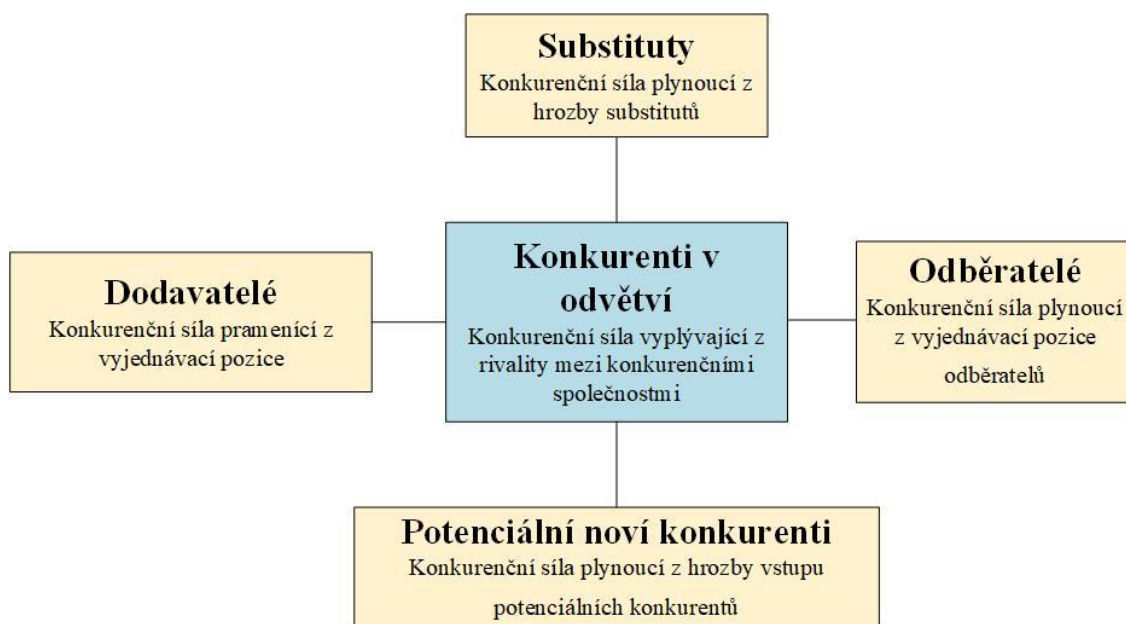
1.2.1 SLEPT

Vnější širší prostředí je analyzováno pomocí SLEPT analýzy, která si klade za cíl odhalit budoucí vývoj vnějšího prostředí analyzované společnosti. Analýza je složena ze sociálního, legislativního, ekonomického, politického a technologického faktoru. Důležité jsou relevantní informace o vývojových trendech v cílových trzích, v ekonomice a chování klíčových zákazníků. Při sestavení by se mělo u každého faktoru dbát na zhodnocení minulého, přítomného a pravděpodobného budoucího vývoje (16, s. 57).

1.2.2 Porterova analýza

Také nazývána model pěti sil, který zkoumá konkurenční prostředí. Porterův model si klade za cíl identifikovat síly působící na prostředí a zjistit, jaký mají vliv na současný a budoucí vývoj analyzované společnosti. Pro úspěšnou společnost je nutné odhalit tyto síly, vyrovnat se s jejich působením vůči své existenci a adekvátně na ně reagovat, popřípadě jejich působení změnit ve svůj prospěch (17, s. 47).

Tržní konkurence v odvětví je vyjádřena pěti silami. První konkurenční síla je založena na vztazích mezi konkurenčními společnostmi. Druhá vychází ze substitučních výrobků, které jsou vyráběny v dalších odvětvích. Třetí síla se zaměřuje na hrozbu útoku nového konkurenta v odvětví, ve kterém společnost působí. Čtvrtá ilustruje vyjednávací pozici, kterou drží klíčoví dodavatelé. Pátá se naopak zaměřuje na vyjednávací pozici odběratelů. Následující obrázek ilustruje těchto pět sil (17, s. 48).



Obrázek č. 1: Porter 5 konkurenčních sil (Zdroj: Převzato z: 17, s. 49)

1.2.3 Model 7S McKinsey

Tato analýza zkoumá nejdůležitější vnitřní faktory společnosti (klíčové faktory úspěchu). Z pohledu analýzy 7S je potřeba analyzovat společnost jako množinu sedmi faktorů, které se navzájem ovlivňují, závisí na sobě. Je nutné model 7S hodnotit celistvě, systémově. Jméno je odvozeno od sedmi faktorů, které v anglickém jazyce začínají na písmeno s. Jednotlivé faktory jsou:

- (1) Strategy (strategie)
- (2) Structure (struktura)
- (3) Systems (systémy řízení)
- (4) Style (styl manažerské práce)
- (5) Staff (spolupracovníci)
- (6) Skills (schopnosti)
- (7) Shared values (sdílené hodnoty) (11, s. 122).

Strategie

Popis cílů společnosti a jak je chce společnost naplnit (11, s. 122).

Struktura

Struktura se dá vyložit jako vnitřní uspořádání jednotlivých úrovní managementu, oddělení. Kdo je nadřízený, podřízený, kdo s kým spolupracuje, jak se sdílí informace, jaké jsou kontrolní mechanismy (11, s. 122).

Systémy řízení

Systémy řízení popisují prostředky, postupy, procedury a systémy, které slouží k chodu společnosti (11, s. 122).

Styl manažerské práce

Tato část popisuje styl managementu při výskytu problémů, jak ho řeší, jak řídí svá oddělení. Důležitým aspektem je i to, že v interních směrnících a předpisech je napsán určitý postup, jak se vše má řešit, ale realita je nastavena jinak. Vznikají rozdíly mezi formální a neformální stránkou řízení (11, s. 122).

Spolupracovníci

Jsou to řídicí a řadoví zaměstnanci, u kterých jsou popsány vztahy, motivace, chování, rozhodování. Při analyzování je dobré rozlišit určité a neurčité procesy chování. Určitým neboli kvantifikovatelným chováním můžeme vyjádřit vztah pracovníka k formálnímu systému motivace, odměňování nebo k zájmu o zvyšování kvalifikace. Neurčité postoje jsou například morální postoje nebo loajalita k vedení a firmě (11, s. 123).

Schopnosti

Schopnosti vyjadřují profesní způsobilost pracovníků na příslušných pozicích v rámci kolektivu. Neřeší se pouze to, k čemu je daný pracovník kvalifikovaný, ale i jaká je mezi pracovníky synergie, ať už kladná, nebo záporná, jak se doplňují, nebo negují (11, s. 123).

Sdílené hodnoty

Sdílené hodnoty vyobrazují ideje a principy respektované všemi zainteresovanými subjekty společnosti (11, s. 123).

1.2.4 SWOT

Tato analýza klíčuje silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby. SWOT analýza může být zpracována a použita dvěma způsoby. První způsob využívá tuto analýzu jako samostatný analytický nástroj, kde se identifikují jednotlivé druhy faktorů působící na analyzovaný subjekt. Jednotlivé faktory jsou následně detailněji charakterizovány a případně i číselně hodnoceny. Druhý způsob využití SWOT analýzy je pro účel této práce více relevantní a efektivní. Určení a hodnocení jednotlivých faktorů probíhá na základě již provedených analýz a jejich výstupů, které se implementují do jednotlivých faktorů SWOT analýzy (16, s. 135).

1.3 Finanční analýza

Účelem finanční analýzy je komplexní zhodnocení finanční situace společnosti a vypovídá například o tom, zda je společnost zisková, dokáže splácet své závazky včas nebo jestli její kapitálová struktura není riziková. Pro vedení společnosti je to dobrý nástroj a podklad pro finanční rozhodování, jak alokovat zdroje, popřípadě jaký druh cizího kapitálu využít. Finanční analýza se využívá pro krátkodobé i dlouhodobé plánování a využívá se jako podklad z let minulých, kdy se dají vyhodnotit minulá rozhodnutí a následně předejít nechtěným vyústěním (12, s. 15).

Výsledná užitná hodnota finanční analýzy závisí zejména na dostatečné jakosti a komplexnosti použitých informací. Zdroji finanční analýzy jsou účetní výkaz, a to rozvaha, výkaz zisku a ztrát a výkaz o peněžních tocích. Podstatné informace jsou i zjistitelné z přílohy k účetní závěrce, přehledu o změnách vlastního kapitálu a popřípadě i z výroční zprávy. Nejvěrohodnějším výkazem je účetní závěrka (a výroční zpráva) ověřená nezávislým auditorem, pokud účetní jednotka je povinna nezávislým auditem (3, s. 22).

1.3.1 Absolutní a rozdílové ukazatele

Vycházejí ze stavových a tokových veličin, které jsou dohledatelné v základních účetních výkazech (rozvaha, výkaz zisku a ztrát, cash flow). Využívají se dvě základní techniky, které se dají popsat jako poměrová analýza a procentní rozbor. Horizontální analýza sleduje vývoj zkoumané veličiny v průběhu období a vertikální analýza sleduje vývoj určitých položek například v rámci celého výkazu (například dlouhodobý hmotný majetek vůči celkovým aktivům). Horizontální analýza nám může odpovědět, jaká byla procentní změna mezi roky nebo jak se změnil vybrané položky v absolutních číslech pomocí indexů a diferencí (7, s. 19).

Dalším vhodným nástrojem jsou rozdílové ukazatele. Jedním z oblíbených rozdílových ukazatelů je čistý pracovní kapitál. Ukazuje tu část oběžných aktiv, která není vázána na krátkodobé závazky. Je to rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Pro všechny podniky je nezbytné mít určitou výši čistého pracovního kapitálu, který zajišťuje potřebnou likviditu. Vhodně nastavená úroveň čistého pracovního kapitálu by měla kolísat s velikostí tržeb (7, s. 21).

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

Jako doporučení pro optimální skladbu rozvahy se mohou využít bilanční pravidla, mezi která patří zlaté bilanční pravidlo (krátkodobý majetek by měl být financován z krátkodobých zdrojů a dlouhodobý majetek z vlastních zdrojů, popřípadě cizích dlouhodobých), zlaté pravidlo vyrovnání rizika (poměr cizího kapitálu k vlastním zdrojům 1 ku 1), zlaté pari pravidlo (dlouhodobý majetek má být kryt pouze vlastním kapitálem) nebo zlaté poměrové pravidlo (tempo růstu investic by nemělo přesahovat tempo růstu tržeb) (7, s. 21).

1.3.2 Poměrové ukazatele

Jedná se o základní a velice jednoduchý nástroj na užití pro finanční analyzování společnosti. Jednoduché je hlavně to, že vstupními údaji jsou hodnoty vykazované v rozvaze, výkazu zisků a ztrát a ve výkazu cash flow. Základní poměrové ukazatele dělíme na ukazatele rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti, kapitálového trhu a cash flow (10, s. 78).

1.3.3 Ukazatele likvidity

Likvidita je platební schopnost, tedy schopnost dostat svým závazkům. V praxi se využívají tři základní ukazatele (stupně) likvidity. Společnost musí mít uvázanou určitou část peněžních prostředků v oběžných aktivech, aby byla likvidní a mohla dostat svým závazkům (7, s. 26).

Okamžitá likvidita (Cash Ratio)

Likvidita prvního stupně reprezentuje nejužší určení likvidity. Do poměru vstupují pouze nejlikvidnější položky rozvahy. Za pohotové peněžní prostředky můžeme považovat peníze v pokladně, na účtech a volně obchodovatelné cenné papíry. Mezi krátkodobé cizí zdroje můžeme počítat krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci. Za optimální hodnotu okamžité likvidity se dá považovat interval od 0,9 do 1,1 podle americké literatury. V České republice je doporučený interval rozšířen ze spodu o tři desetiny, tedy 0,6, někdy i 0,2, ale tato hodnota je již kritická. Nedodržování doporučených hodnot nemusí přímo znamenat finanční problémy, neboť je běžnou praxí poskytování dodavatelských úvěrů a kontokorentů (3, s. 56).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

Pohotová likvidita (Quick Ratio)

Likvidita druhého stupně by měla být v poměru jedna ku jedné až jedna a půl ku jedné. Pokud uvažujeme poměr jedna ku jedné, pak společnost může dostat svým závazkům, aniž by byla nucena prodávat své zásoby. Vyšší hodnoty než jeden a půl je příznivější pro věřitele, ale pro majitele a vedení společnosti ne. Držení vysokého množství pohotových platebních prostředků nepřináší žádný nebo nepatrný úrok a snižuje se výnosnost vložených prostředků (3, s. 56).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

Běžná likvidita (Current Ratio)

Likvidita třetího stupně prezentuje, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky, tedy jak je společnost schopna při prodeji všech oběžných aktiv uspokojit své věřitele. Běžná likvidita má však své omezení, například nebere v úvahu dobu splatnosti krátkodobých závazků, likvidnost jednotlivých položek oběžných aktiv a dále možnost odložení nákupů na dobu po sestavení účetní závěrky. Doporučený interval je 1,5 až 2,5 (3, s. 56).

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

1.3.4 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost signalizuje míru rizika, kterou společnost má při určité struktuře a poměru vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Čím je vyšší zadluženost společnosti, tím je vyšší riziko nesplácení, ale určitá míra zadlužení je však pro společnost prospěšná z důvodu daňového štítu (12, s. 83).

Celková zadluženost

Celková zadluženost je základním ukazatelem zadluženosti. Většina autorů odborné literatury uvádí doporučenou hodnotu od 30 % do 60 %, ale při posuzování je nutné brát ohled na příslušné odvětví, ve kterém analyzovaná společnost působí, a schopnost splácení příslušných úroků z dluhu (12, s. 84).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva celkem}}$$

Míra zadluženosti

Míra zadluženosti poměřuje vlastní kapitál a cizí zdroje. Tento ukazatel velmi často užívají banky, které posuzují žádosti o úvěr a zjišťují, jestli má ukazatel rostoucí, konstantní nebo klesající trend. Dalším důležitým faktorem je splatnost dluhů společnosti. Krátkodobé dluhy znamenají větší riziko než dluhy dlouhodobé (12, s. 84).

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Úrokové krytí

Úrokové krytí vyjadřuje schopnost společnosti splácet své nákladové úroky. V případě financování společnosti cizími úročenými zdroji je nutné dbát vyšší pozornosti nad tímto ukazatelem, zda nedochází k výrazným výkyvům. Hodnota ukazatele 1 značí, že vytvořený zisk stačí pouze na uhrazení úroků věřitelům a pro stát v podobě daní a pro vlastní rozvoj už nic nezbývá. Pro zdravý podnik je vhodná hodnota minimálně 5 a více (12, s. 85).

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

Doba splácení dluhů

Doba splácení dluhu je na bázi cash flow. Ukazatel vyjadřuje při nezměněných peněžních tocích dobu splatnosti svého dluhu s pomocí provozního cash flow. Pro společnost je ideální klesající trend výsledných hodnot (12, s. 86).

$$\text{Doba splácení dluhů} = \frac{\text{Cizí zdroje} - \text{rezervy}}{\text{Provozní cash flow}}$$

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem

Hodnota ukazatele vyšší než jedna znamená, že společnost využívá vlastní dlouhodobý kapitál ke krytí i krátkodobých oběžných aktiv. Takovýto stav napovídá o tom, že společnost nedává přednost výnosu, ale finanční stabilitě (12, s. 86).

$$\text{Krytí dl. majetku VK} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji

Hodnota nižší než jedna značí agresivní strategii financování a podkapitalizování společnosti (část dlouhodobého majetku je financována krátkodobými zdroji). Tento styl finančního řízení je levnější, ale o to více rizikovější. Pokud je hodnota vyšší než jedna,

jedná se o překapitalizování a konzervativní, bezpečnou a drahou strategii financování, kdy je mnoho krátkodobých aktiv financováno dlouhodobými drahými zdroji. Neutrální strategie se vyznačuje hodnotou jedna, kdy společnost má dostatečné ale ne nadbytečné množství čistého pracovního kapitálu pro financování a operace s oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Neutrální strategie naplňuje myšlenku jednoho ze zlatých pravidel financování, a to tu, kdy dlouhodobý majetek by měl být krytý dlouhodobými zdroji (12, s. 87).

$$\text{Krytí dl. majetku dl. zdroji} = \frac{\text{Vlastní kapitál} + \text{dl. cizí zdroje}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

1.3.5 Ukazatele rentability

Někdy se označují za ukazatele návratnosti nebo výnosnosti. Můžou zobrazovat pozitivní nebo negativní dopad řízení aktiv, likvidity, popřípadě financování firmy na ziskovost. Interpretace všech ukazatelů je v podstatě stejná, a to ta, že kolik korun zisku připadá na korunu jmenovatele. Pro potřeby práce uvedu ty nejdůležitější (9, s. 98).

Rentabilita aktiv (ROA)

Rentabilita aktiv je poměr mezi ziskem a celkovými aktivy, která byla investována do podnikání společnosti nehledě na to, zda jsou financována z vlastních nebo cizích zdrojů. Vzorec bývá sestaven ve více variantách. Nejčastěji užívaným je však vzorec, kde je v čitateli zisk před zdaněním a úroky (EBIT). Výhoda použití EBITu je v případě, kdy dochází ke změnám daňové sazby z příjmu právnických osob ve zkoumaném časovém období. Pokud nedochází, je možné použít v čitateli čistý zisk po zdanění (EAT) (9, s. 99).

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Celková aktiva}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{EAT}}{\text{Celková aktiva}}$$

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE)

Je důležité zmínit, že se jedná o investovaný dlouhodobý kapitál. Ukazatel vyjadřuje, kolik korun zisku připadlo na korunu investovanou vlastníkem nebo věřitelem (9, s. 98).

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{Vlastní kapitál} + \text{Rezervy} + \text{Dl. závazky} + \text{Bankovní dl. úvěry}}$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Tento ukazatel vyjadřuje ziskovost koruny vloženého kapitálu vlastníkem nebo akcionářem na jednu korunu zisku. Je důležité do vlastního kapitálu zahrnout i fondy ze zisku, zisk z běžného období, zákonné fondy a emisní ážio (7, s. 23).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Rentabilita tržeb (ROS)

Zisková marže je vyjádřena rentabilitou tržeb, která hodnotí úspěšnost podnikání společnosti. Nejdůležitější položka výnosů je zisk, který je porovnán s tržbami. V čitateli může být použit zisk po zdanění, před zdaněním nebo před zdaněním a úroky (EBIT). Rentabilita tržeb je také vhodná pro mezipodnikové srovnání, kdy je doporučeno použít v čitateli zlomku výsledek hospodaření před zdaněním a úroky. Použitím EBITu se zamezuje zkreslení při porovnávání společností s různou kapitálovou strukturou a různým daňovým zatížením při společnostech z různých zemí (12, s. 97).

$$ROS = \frac{\text{EBIT nebo EAT nebo EBT}}{\text{Tržby}}$$

1.3.6 Ukazatele aktivity

To, jak hospodaříme s jednotlivými složkami aktiv a jaký vliv to má na hospodaření společnosti, zobrazují ukazatele aktivity. Je možné použít buď dobu obratu, nebo počet obrátů (obratovost) například za rok. Za zmínku stojí obrat aktiv, dlouhodobého majetku, zásob, pohledávek a závazků (7, s. 24).

Obrat aktiv

Čím je hodnota tohoto ukazatele větší, tím více je to pro analyzovanou společnost pozitivní a tento rostoucí trend je žádoucí. Minimální hodnota by neměla klesnout pod hodnotu jedna (7, s. 24).

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva celkem}}$$

Obrat dlouhodobého majetku

Ukazatel měří efektivnost využití všech dlouhodobých majetkových částí společnosti. Hodnota udává, kolikrát za rok se dlouhodobý majetek přemění v tržby. Tento ukazatel je zvlášť důležitý při uvažování investování do nového dlouhodobého majetku. Hodnota dlouhodobého majetku je brána v historických cenách a nebere v úvahu vliv inflace a dalších faktorů ovlivňujících skutečnou reprodukční cenu. Z tohoto důvodu bývá tento ukazatel u starších firem (s dlouhou historií) mírně nadhodnocen, neboť pořízený majetek je značně podhodnocen. Pokud hodnota klesá a neroste, zvyšují se fixní náklady a společnost je citlivější v případě poklesu tržeb (9, s. 108).

$$\text{Obrat dlouhodobého majetku} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

Obrat zásob a doba obratu zásob

Obrat zásob ukazuje, kolikrát jsou za rok zásoby prodány a opětovně naskladněny. Vzorec pro výpočet se u různých autorů liší a existuje v několika obměnách. Pokud jsou známy interní skladové záznamy, je možné počítat každou položku zásob zvlášť a dosáhnout větší vypovídací hodnoty. Pokud hodnota roste a v porovnání s průměry je vyšší, pak společnost hospodaří vhodně se zásobami a nevznikají zbytečné ztráty z vázanosti kapitálu. Tyto prostředky posléze nenesou žádný výnos, který by mohly přinášet (9, s. 109).

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/360}$$

Doba obratu zásob udává průměrný počet dnů vázanosti zásob ve společnosti, než jsou následně vydány do spotřeby nebo jejich prodeje. Pokud se obrat zvyšuje a obratovost snižuje, značí to dobrou kondici společnosti, je ale důležité si uvědomit, že je nutné zajištění plynulosti výroby, proto zásoby by neměly klesat pod minimální stanovenou hranici, která je stanovena pomocí skladového hospodářství (9, s. 109).

Doba splatnosti pohledávek

Doba splatnosti pohledávek vykazuje počet dní, které společnost čeká, než jí bude zapláceno. Po tuto dobu své odběratele úvěruje a čeká na zaplacení svých tržeb (9, s. 109).

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby}/360}$$

Doba splatnosti závazků

Ukazatel udává dobu, po kterou využívá bezplatný obchodní úvěr. V čitateli jsou uvedeny závazky a ve jmenovateli denní tržby. Při porovnání doby splatnosti pohledávek a závazků zjistíme počet dnů, které je nutné profinancovat (9, s. 109).

$$\text{Doba splatnosti závazků} = \frac{\text{Závazky}}{\text{Tržby}/360}$$

1.3.7 Ukazatele Cash flow

Cash flow nahrazuje v hodnocení zisk. Zisk má tu nevýhodu, že je ovlivněn způsobem účtování, tedy není zcela objektivní. Cash flow vykazuje přesně ty peněžní prostředky, které ve společnosti jsou. Hodnota cash flow ve vzorcích této kapitoly může být buď cash flow z provozní činnosti, nebo celkové cash flow podle uvážení hodnotitele (8, s. 24).

Cash flow solventnosti

Tento ukazatel cash flow ukazuje schopnost společnosti dostát svým závazkům. Výsledná hodnota říká, kolikrát je roční příjem vyšší než dluh. Často se používá ve dvou tvarech. Pokud se prohodí čítec se jmenovatelem u vzorce cash flow solventnost I., získáme dobu

splácení dluhu vyjádřenou počtem roků. Jinak řečeno, kolik let bude trvat splacení dluhu při aktuální výši cash flow (8, s. 25).

$$\text{CF solventnost I.} = \frac{\text{cashflow}}{\text{cizí zdroje}}$$

$$\text{CF solventnost II.} = \frac{\text{cash flow}}{\text{cizí zdroje} - \text{hotovost}}$$

$$\text{Doba splácení dluhu} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{cash flow}}$$

Stupeň oddlužení z cash flow

Rozumná výše ukazatele je v intervalu 20 % až 30 %. Ukazatel vypovídá o tom, jak je společnost schopna vyrovnat cizí kapitál vlastní finanční silou. Pro větší vypovídací schopnost je nutné provést analýzu v průběhu času, kdy klesající hodnota znamená horší finanční pozici společnosti (8, s. 25).

$$\text{Stupeň oddlužení z CF} = \frac{\text{cash flow z provozní činnosti}}{\text{cizí kapitál}}$$

Rentabilita tržeb z cash flow

Rentabilita tržeb z cash flow ukazuje podíl tržeb na zvýšení nebo snížení peněžních prostředků. Dá se říci, kolik korun hotovostních peněžních prostředků přinesla jedna koruna tržeb. Při záporném cash flow je vypovídací hodnota zkreslena, neboť vypovídá o tom, že koruna tržeb odčerpala určité množství peněžních prostředků společnosti. Tento ukazatel se využívá především při analýze v několika po sobě jdoucích obdobích (2, s. 163).

$$\text{ROS z CF} = \frac{\text{Cash flow z provozní činnosti}}{\text{Tržby}}$$

Rentabilita aktiv z cash flow

Rentabilita aktiv z cash flow znázorňuje, jaký měla vliv koruna vloženého kapitálu na přírůstek, popřípadě úbytek peněžních prostředků. Tak jako u rentability tržeb z cash flow při záporné hodnotě cash flow dochází k interpretačním obtížím (2, s. 162).

$$\text{ROA z CF} = \frac{\text{Cash flow z provozní činnosti}}{\text{Celková aktiva}}$$

1.3.8 Soustavy ukazatelů

Soustavy ukazatelů se dělí na bonitní a bankrotní modely. Obě větve soustav ukazatelů jsou svým způsobem provázány, neboť se snaží přiřadit konkrétní hodnotu a výrok k analyzované skutečnosti, tedy finančnímu zdraví. Bankrotní modely předpokládají, že společnost ohrožená bankrotem už nějakou dobu vykazuje typické nepříznivé výsledky (například nízká likvidita nebo problémy s rentabilitou). Bonitní modely naopak kategorizují společnosti na dobré (zdravé) a špatné. Většina světově užívaných modelů je tvořena na jiné ekonomické prostředí, než je to v České republice. Výsledky by se proto měly brát s určitou rezervou, ale i pro prostředí České republiky byly modely vytvořeny, popřípadě modifikovány (3, s. 77).

Altmanův model

Prvotní model vznikl v roce 1968 a následně byl upravován profesorem Altmanem. Za dobu své existence model prošel řadou proměn a jeho aktuální podoba je takováto:

$$Z = 0,717 * \frac{\text{ČPP}}{\text{aktiva}} + 0,847 * \frac{\text{nerozdělený zisk a ztráta minulých let}}{\text{aktiva celkem}} + 3,107 * \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva celkem}} + 0,42 * \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{závazky celkem}} + 0,998 * \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Výsledný Z koeficient se zařadí do jednoho ze tří intervalů: pásmo bankrotu, šedá zóna a pásmo prosperity (13, s. 185).

$$Z < 1,2 \text{ pásmo bankrotu}$$

$$1,2 < Z < 2,9 \text{ šedá zóna}$$

$$Z > 2,9 \text{ pásmo prosperity}$$

Pásmo bankrotu indikuje hrozící bankrot, pásmo prosperity značí uspokojivou finanční situaci a šedá zóna indikuje možný vývoj buď k bankrotu, nebo k prosperitě. Predikce do dvou let je téměř jistá. Predikce bankrotu do pěti let je s pravděpodobností 70 %.

Pravděpodobnost je odvozena od rozsáhlých empirických průzkumů společností napříč obory a časem (13, s. 185).

Index IN05

Tento index byl sestav manželi Neumaierovými a využívá nejvýznamnější a nejčastěji se vyskytující ukazatele, které se objevují ve významných dříve sestavených modelech. Index se sestavoval na vzorku tisíců firem pro jednotlivá odvětví, díky tomu má vypovídací úspěšnost více jak 70 %. Nejaktuálnější index je IN05, který indikuje schopnost společnosti tvořit hodnotu. Má tvar:

$$\text{IN05} = 0,13 * \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,04 * \frac{\text{EBIT}}{\text{nákl. úroky}} + 3,97 * \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} + 0,21 * \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}} \\ + 0,09 * \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Kr. závazky a kr. bankovní úvěry a fin. výpomoci}}$$

Index má vhodnou konstrukci, kdy spojuje hrozbu bankrotu, tak i tvorbu hodnoty. Dokáže hodnotit minulou, současnou i budoucí výkonnost (13, s. 190).

$\text{IN05} > 1,6$ společnost tvoří hodnotu s pravděpodobností 67 %

$0,9 < \text{IN05} < 1,6$ šedá zóna

$\text{IN05} < 0,9$ společnost spěje k bankrotu s pravděpodobností 86 %

Při provádění výpočtu je nutné se zaměřit na poměr EBITu a nákladových úroků. V případě téměř nulových nákladových úroků je výsledná hodnota extrémní a zkresluje celkovou hodnotu indexu, proto se v takovém případě použije maximální hodnota 9, díky tomu se negativní vliv na vypovídací hodnotu eliminuje (3, s. 81).

1.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Společnost má většinou jedno hlavní podnikatelské zaměření a pro toto zaměření společnost vznikla. V případě více podnikatelských aktivit by se měla společnost oceňovat jako souhrn a jednotlivé jednotky by měly být oceněny zvlášť. Základní podnikatelská činnost vyžaduje určitou strukturu a velikost aktiv spolu s rezervami. Tento typ aktiv se označuje jako provozně potřebná (nebo nutná) aktiva. Všechna ostatní

aktiva, která nejsou využívána pro základní podnikatelský záměr, jsou označována za provozně nepotřebná (nenutná, neprovozní) aktiva (14, s. 118).

Hlavním důvodem toho dělení je to, že určitá část majetku vlastněného společností není vůbec nebo jen z malé části využívána a následně z něj neplynou žádné příjmy, popřípadě velmi nízké příjmy. Následně se provozně potřebná a provozně nepotřebná aktiva oceňují zvlášť (11, s. 53).

Pokud je to alespoň trochu možné (pro většinu oceňovacích metod), měla by být uplatňována zásada rozdělování aktiv oceňované společnosti na provozně potřebná a provozně nepotřebná. Spolu s touto zásadou je důležité dodržovat vyloučení výnosů a nákladů spojenými s provozně nepotřebnými aktivy (14, s. 118).

Pro určování provozně potřebných a nepotřebných aktiv existuje řada důvodů. Jedním z nich je ten, kdy majetek není využíván a neplyne z něho žádný výnos (například nevyužité pozemky), nebo kdy aktiva nesouvisí s provozem a nesou určité příjmy, ale tyto příjmy jsou podrobeny jinému riziku než u aktiv provozně potřebných. Pro aktiva nevyužívaná pro hlavní podnikatelskou činnost může nastat situace, kdy vlastník tato aktiva, prodá, pronajme, popřípadě zlikviduje, a proto by měla být oceněna samostatně (14, s. 119).

V situaci, kdy je nutné ocenit provozně nepotřebná aktiva, se využije například metoda výnosového ocenění (například obligace), princip obvyklého nájmu (administrativní budova, pozemek), ocenění z prodeje (tržní hodnota nebo hodnota stanovená znalcem). Pokud není možné využít jednu z reálných možností ocenění, přistoupí se k ocenění na základě účetní hodnoty, to ale pouze v krajním případě (14, s. 120).

Mezi nejčastěji určovaná neprovozní aktiva společnosti patří:

- Krátkodobý finanční majetek
- Dlouhodobý finanční majetek
- Korigovaný provozní výsledek hospodaření (11, s. 53)
- Provozně potřebný investovaný kapitál
- Ostatní provozně nepotřebná aktiva (14, s. 122).

1.4.1 Krátkodobý finanční majetek

České účetnictví zahrnuje mezi krátkodobý finanční majetek účty 211 Pokladna, 213 Ceniny, 221 Bankovní účty, Krátkodobé cenné a podíly – 253 majetkové cenné papíry k obchodování, 253 dluhové cenné papíry k obchodování, 255 Vlastní dluhopisy, 256 Dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti (směnky a dluhopisy) (14, s. 121).

Dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti nejsou obecně považovány za dlouhodobé uložení finančních prostředků a můžou být bez ohrožení provozní činnosti společnosti prodány. Převážně pro některé společnosti tento majetek slouží jako rezerva ke splácení úvěrů nebo k financování investic. V případě krátkodobých cenných papírů a podílů, kdy slouží jako strategická rezerva, pak se nejedná o provozně potřebné aktivum a mělo by se od bilanční sumy odečíst. Při stanovování optimální hodnoty peněžních prostředků je vhodné zvážit pro specifika oceňované společnosti, popřípadě použít ukazatel okamžité likvidity a její doporučené hodnoty, následně zbytek peněžních prostředků odečíst. Krátkodobé cenné papíry mohou být také odečteny od bilanční sumy, pokud je jistota jejich možného okamžitého zpeněžení jen s minimální ztrátou, pak je možné pracovat s celou hodnotou krátkodobého finančního majetku bez jejich rozlišování na peníze a cenné papíry. Limit může být stanoven s použitím běžné likvidity (14, s. 121).

1.4.2 Dlouhodobý finanční majetek

Mezi hlavní položky finančních investic podle českého účetnictví patří účet 061 Podíly v ovládaných a řízených osobách, 062 Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, 063 Ostatní cenné papíry a podíly, 065 Dluhové cenné papíry držené do splatnosti, 066 Půjčky a úvěry – ovládající a řídící osoba, podstatný vliv, 067 Ostatní dlouhodobé půjčky a úvěry, 069 Ostatní dlouhodobý finanční majetek (movité a nemovité věci určené k pronájmu) (14, s. 122).

Důležité je posouzení účelu finančních investic a charakter propojení podniků, které bylo vytvořeno. Pokud je charakter investic portfoliový a nemají spojení s fungováním společnosti, pak je nutné zařadit tyto investice do aktiv provozně nepotřebných.

V případě propojení finanční investice a možností zasahovat do fungování v investované společnosti, pak se v provozně potřebných aktivech takové investice ponechají. Spolu s rozhodnutím o ponechání či vyloučení finančních investic je nutné vyloučit nebo ponechat výnosy s touto investicí spojené a následně výnosově ocenit (zahrnout výnos do výnosů pro ocenění – provozně potřebných aktiv, nebo vyloučit – v případě dočasného uložení prostředků). Stejný postup se použije i u nákladů spojených s takovouto investicí. Pokud není možné zjistit informace o účelu investice, pak se hodnota investice vylučuje z provozně potřebných aktiv (pokud oceňovaná společnost nemá jako hlavní podnikatelský záměr finanční investice). Stejný postup je i u majetku určeného k pronájmu (14, s. 122).

1.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Potencionálně nalezená aktiva nesouvisející s hlavním předmětem podnikání hodnocené společnosti by měla být podrobena analýze, zda se s nimi pojí výnosy, popřípadě náklady vykazované ve výkazu zisku a ztrát. V případě pozitivního nálezu je nezbytné tyto náklady a výnosy vyčlenit z výsledku hospodaření, se kterým se následně pracuje. Vhodným výsledkem hospodaření pro úpravy je z praktického hlediska provozní výsledek hospodaření (14, s. 123).

Typickými položkami vylučujícími se z provozního výsledku hospodaření jsou například tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu nebo odpisy zařízení a nemovitostí nesloužící k hlavní podnikatelské činnosti společnosti. Dále významnější náklady, které se vážou s majetkem nesloužícím hlavnímu podnikatelskému zaměření. Na druhou stranu je nutné přičíst k provoznímu výsledku hospodaření náklady a výnosy, které se pojí k provozním aktivům. Mezi časté příklady můžeme uvést výnosy z cenných papírů, pokud se rozhodneme tyto cenné papíry v provozně potřebném majetku ponechat, nebo náklady související s běžným provozem a majetkem provozně potřebným. Výsledek hospodaření po úpravách je dobré pro odlišení od účetního provozního výsledku hospodaření nazývat korigovaným výsledkem hospodaření. Korigovaný výsledek hospodaření je generován pouze provozně potřebným kapitálem (14, s. 123).

1.4.4 Provozně potřebný investovaný kapitál

Pro minulé roky je potřebné vyčíslení investovaného kapitálu do provozně potřebných aktiv. Pomocí tohoto vyčíslení můžou být kvantifikovány předešlé úvahy o provozně potřebných a nepotřebných aktivech společnosti. Následně se vyčíslená hodnota využívá při propočtech ocenění. Hodnota se určuje ještě před kvantifikováním generátorů hodnoty a sestavováním finančního plánu (14, s. 123).

Vyčíslení probíhá na základě úpravy účetní rozvahy. Úprava může být dvojího typu. Prvním typem je vyřazení těch položek z aktiv, které mohou být považovány za provozně nepotřebné. Druhým typem úprav je snížení oběžných aktiv o ty závazky, kterým není možné vyhodnotit jejich náklady (např. úroky). Takovými závazky mohou být závazky ve prospěch státu, zaměstnancům nebo dodavatelům. Po závazkových úpravách oběžných aktiv následně pracujeme s takzvaným upraveným pracovním kapitálem. Za součást pracovního kapitálu se považují ostatní aktiva, která se přičítají, a ostatní pasiva, která se odečítají. Hodnota provozně potřebného investovaného kapitálu se následně získá součtem dlouhodobého majetku a upraveného provozně potřebného pracovního kapitálu (14, s. 123).

1.4.5 Ostatní provozně nepotřebná aktiva

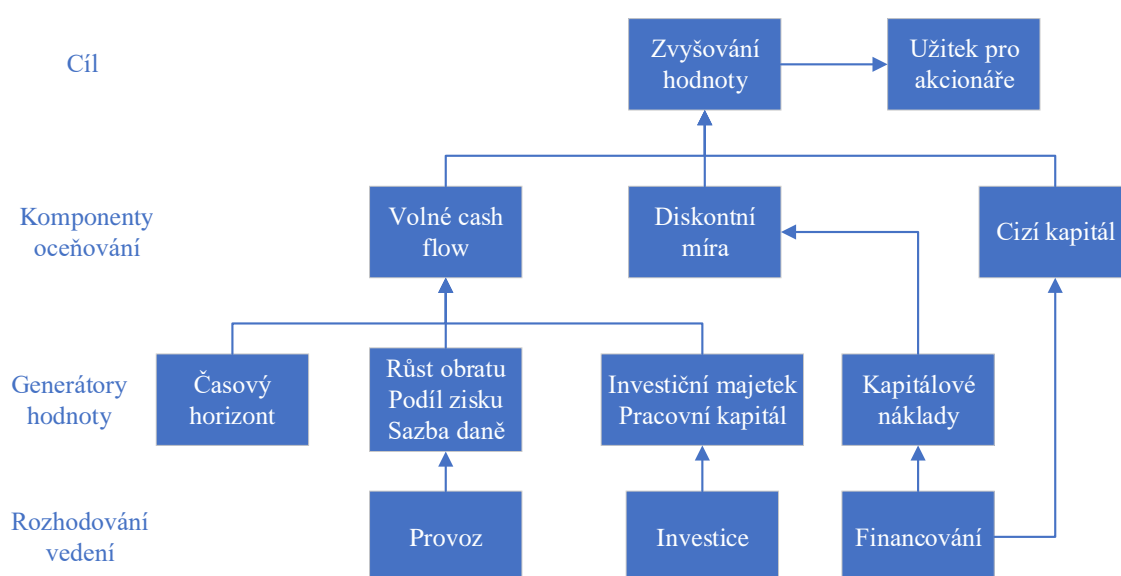
Mezi další příklady provozně nepotřebných aktiv můžeme zařadit pohledávky, které s hlavním zaměřením společnosti nesouvisí, nemovitosti nesloužící hlavnímu zaměření společnosti, málo využitelný provozní majetek, nadbytečné množství potřebného majetku (nadbytečné zásoby, budovy, stroje, pro které není využití), dále nepotřebné zásoby, vykazované, ale nedobytné pohledávky (14, s. 122).

1.5 Analýza generátorů hodnoty

Pod pojmem generátory hodnoty si lze představit skupinu vybraných elementárních ukazatelů tvořících majoritní hodnotu společnosti. Koncept generátorů hodnoty se pojí s akcionářskou hodnotou. Přístup k výběru generátorů musí být individuální s ohledem na vybraný způsob ocenění společnosti (11, s. 55).

Pro lepší přehlednost uvádím následující schéma, ze kterého vyčteme nezbytné generátory hodnoty pro ocenění společnosti:

- Tržby
- Marže korigovaného provozního zisku
- Investice do pracovního kapitálu
- Investice do dlouhodobě provozně potřebného majetku
- Diskontní míra
- Způsob financování (poměr cizího kapitálu)
- Předpokládaná doba generování provozního cash flow



Obrázek č. 2: Schéma generátorů hodnoty (Převzato z: 11, s. 55)

Při volbě generátorů hodnoty je důležité vybrat ty, které hodnotu společnosti rozhodujícím způsobem ovlivňují. Hodnota je ovlivněna schopností společnosti tvořit volné peněžní toky v budoucnosti. Výběr rozhodujících generátorů hodnoty umožňuje jejich důkladný rozbor a analýza. Například zisková marže je plánována rozdílem nákladů a výnosů, ale její hodnota je především určena postavením společnosti na trhu, vymezení vůči konkurenci nebo přidanou hodnotou a následnou konkurenční výhodou. Generátory hodnoty vypovídají o minulé výkonnosti společnosti, a zda byla tvořena hodnota a jaké faktory na tuto hodnotu působily. Zároveň generátory hodnoty tvoří základ pro finanční plán, který je následně tvořen a z něhož vyplyne majetková struktura, finanční struktura a množství volných peněžních toků (14, s. 126).

1.5.1 Tržby

Na základě strategické analýzy by měla být budoucí prognóza očekávaných tržeb, ale závěry strategické analýzy nemusí být konečné. Odpovědi získané ze strategické analýzy jsou očekávané prodeje s ohledem na vývoj tržního prostředí. Výhled může být korigovaný pro nejbližší období s přihlédnutím ke kapacitním možnostem společnosti. Kapacita není rozhodující, neboť ne vždy dokáže společnost prodat vše, co vyprodukuje. Úvaha o skutečných prodejích by měla být obsažena v analýze interního potenciálu (posouzení kapacit) a finančních možnostech společnosti a finančním plánu (co je schopna financovat). Korekce tržeb vychází z uvážení o potřebných investicích, financování a rychlosti uvádění v provoz (14, s. 126).

1.5.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže vychází z poměru korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi (anglická zkratka NOPBT – net operating profit before tax) a tržeb.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsl. hosp. před zdaněním}}{\text{Tržby}}$$

Pro přesnější výsledné ohodnocení je vhodnější použít korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpočtem odpisů a daní, protože odpisy je konstruktivnější analyzovat v následujícím generátoru hodnoty investic do dlouhodobého majetku. Dále je důležité zmínit nedostatečnost posuzování ziskové marže pouze rozdílem mezi budoucími tržbami a náklady, proto se využívají metody stanovení ziskové marže takzvaně shora a zdola a následně výsledné hodnoty korigovat mezi sebou (14, s. 127).

Prognóza ziskové marže shora

Základní přístup ke stanovení provozní ziskové marže. Prognóza vychází z minulého období a následně je její budoucí vývoj zdůvodněn. Postup prognózy je ve čtyřech krocích. Prvním krokem je výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní a odpisy za minulé období a následně je potřeba odvodit ziskovou marži v procentech. Druhý krok obsahuje analýzu minulé ziskové marže a faktorů působících

na ni (pozice společnosti vůči konkurenci). Třetím krokem odhadneme na základě analýzy hlavní faktory působící na ziskovou marži a s přihlédnutím ke všem okolnostem stanovíme budoucí hodnoty v procentech. Poslední krok obsahuje výpočet budoucího korigovaného provozního výsledku hospodaření (pomocí součinu odhadu ziskové marže a prognózovaných tržeb) (14, s. 128).

Prognóza ziskové marže zdola

Postup prognózy zdola je tak jako shora ve čtyřech krocích. První krok obsahuje stanovení hlavních provozních nákladových položek (výkonová spotřeba, náklady na prodané zboží nebo osobní náklady). Tyto nákladové položky mohou být stanoveny například podílem z tržeb. Druhý krok doplňuje prognózu o nákladové položky menšího významu nebo i o výnosy. Třetím krokem stanovíme korigovaný provozní zisk pomocí rozdílu provozních výnosů a nákladů. Poslední krok dopočítává ziskovou marži pomocí zisku (získaný v předešlém kroku) a tržeb (14, s. 128).

Sloučení prognózy shora a zdola

Nyní je potřeba korigovat dvě získané provozní marže, které s největší pravděpodobností nebudou totožné, a získat prognózu jednu. Výsledný stav musí být podložen a zdůvodněn, neboť výsledky se budou přenášet do plánované výsledovky.

1.5.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál jako generátor hodnoty prochází dvěma modifikacemi. U první se od běžných aktiv odečítá krátkodobý cizí kapitál, pouze neúročený cizí kapitál. Jednoduše řečeno se budou odečítat krátkodobé závazky a bankovní úvěry se ponechají (14, s. 132).

$$\begin{aligned} \text{Pracovní kapitál} = & \text{Krátkodobý finanční majetek} + \text{Zásoby} + \text{Pohledávky} - \\ & \text{Neúročené závazky} + \text{Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)} - \\ & \text{Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)} \end{aligned}$$

Druhá modifikace obsahuje započítání uvedených veličin pouze v rozsahu provozně nutném. Započítaná je jen výše potřebná k základní činnosti společnosti. Pro prognózu je dobré pracovat s dobou obratu jednotlivých položek (14, s. 133).

1.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

Tento generátor hodnoty je zaměřený pouze na investice spojené s dlouhodobým majetkem provozně potřebným a jedná se o nejsložitěji stanovovaný generátor hodnoty, a to například ze dvou důvodů. Prvním důvodem je neplynulost investiční činnosti (doba mezi jednotlivými investicemi se různí a dochází k jednorázovým investicím do dlouhodobého majetku). Druhým důvodem je to, že investice jsou nezbytné pro přežití v konkurenčním boji. Přežití závisí na schopnosti společnosti vygenerovat zdroje na nutné investice, ale i investice do výzkumu a vývoje, popřípadě lidského kapitálu. Stěžejním prvkem je analýza minulosti, čím delší časová řada, tím snáz lze odhadnout cyklus investic (14, s. 136).

Existují tři varianty přístupu k plánování investiční náročnosti, a to globální přístup, přístup podle hlavních položek a přístup založený na odpisech (14, s. 137).

Globální přístup

Využívá se, pokud investice do dlouhodobého majetku mají průběžný charakter. Doporučen je postup s použitím vztahu mezi investicemi v brutto hodnotě (netto hodnota ale vyloučena není) a tržbami, tedy skutečnými výdaji na dlouhodobý majetek. Výsledný podíl je koeficientem náročnosti tržeb na brutto investice značený k_{DMb} (14, s. 137).

$$k_{DMb} = \frac{\text{Brutto (netto)investice do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

Pro přesnou vypovídací hodnotu je doporučeno počítat koeficient za co nejdelší minulé období, a to pro každý rok zvlášť a také za celkové období. Akceptovatelná je i jednodušší varianta podílu v následném tvaru (14, s. 137).

$$k_{DM} = \frac{\text{Provozně nutný dlouhodobý majetek}}{\text{Tržby}}$$

Přístup podle hlavních položek

Přístup podle hlavních položek může být použit pro nejbližší léta. Konkrétní investiční plány společnosti mohou být základem pro generátor hodnoty, ale musí mít podklad v analýze efektivnosti a v reálných očekávaných výkonech (14, s. 137).

Přístup založený na odpisech

Přístup je založen na předpokladu, kdy investice pod úrovní odpisů kalkulované z historických cen nebudou pro většinu společností dostatečně stačit k přežití nebo růstu (14, s. 138).

1.5.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátory hodnoty mohou být použity ke stanovení předběžné hodnoty společnosti na základě finanční analýzy. Ocenění je vyčísleno na základě peněžních toků. Dále je uveden vzorec pro volné peněžní toky pro jednotlivé roky.

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn}), \text{ tedy}$$

$$FCF_t = \text{Korigovaný prov. zisk po dani} - \text{Přírůstek prac. kapitálu a dl. majetku}$$

X – velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky

g – tempo růstu tržeb

r_{ZPx} – provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsl. hospodaření

d – sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření

k_{WC} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu

k_{DMn} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku

t – rok

Rovnice není jen zjednodušené vyjádření procesu plánování, ale především soustředí pozornost na stěžejní oceňovací veličiny, mezi které se řadí tempo růstu tržeb, náročnost na investice a dlouhodobý majetek, náročnost na pracovní kapitál a v neposlední řadě rentabilita tržeb z korigovaného provozního zisku (14, s. 147).

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

i_k – kalkulovaná úroková míra

S pomocí přecházejícího vzorce lze odhadnout výnosovou hodnotu společnosti jako celku v brutto hodnotě H_b (14, s. 147).

1.6 Sestavení finančního plánu

Při oceňování společnosti výnosovými metodami je stěžejní sestavení finančního plánu, který se skládá ze základních výkazů (výkazu zisku a ztrát, rozvahy, výkazu cash flow), ale může také obsahovat například plán prodeje, produkce, kapacit, pracovních sil, provozního výsledku hospodaření nebo provozního peněžního toku. Hodnoty získané z analýzy generátorů hodnoty tvoří základní stavební kameny sestavení finančního plánu, kde je nutné doplnit další stěžejní položky (14, s. 150).

Plán financování obsahuje očekávané splátky úvěrů, sjednávání nových úvěrů, popřípadě navyšování vlastního kapitálu. Dále je potřebný k ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty a při stanovení diskontní míry v případě její kalkulace pro jednotlivá léta (14, s. 150).

Méně významné položky a jejich doplnění ke generátorům hodnoty by měly pouze výsledné ocenění zpřesnit a nemít na něho podstatný vliv. Jejich doplnění kladně působí na kontinuitu mezi minulým a budoucím obdobím. Pro příklad můžeme uvést méně významné výnosové nebo nákladové položky, pohledávky, popřípadě závazky (14, s. 151).

Položky nesouvisející s hlavním provozem společnosti slouží k doplnění ke generátorům hodnoty, které mapují hlavní činnosti společnosti. Ocenění těchto položek by mělo být samostatné, neboť mohou pozměnit reálný budoucí stav společnosti. Může se jednat například o odprodej nepotřebného majetku a zisku z tohoto odprodeje, investice do cenných papírů v případě přebytku peněžních prostředků (14, s. 151).

Výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům se začleňují do plánu především z toho důvodu, aby nedocházelo v rozvaze k neuměřeným přírůstkům. Toto opatření téměř neovlivňuje stanovenou hodnotu, ale zvyšuje věrohodnost plánu (14, s. 151).

Formální odpočty doplňují sestavení výkazů a doposud nebyly započítány. Dotýkají se celkových peněžních toků, nerozděleného zisku, ziskových fondů, výše dlouhodobého majetku ke konci každého roku (14, s. 151).

1.7 Ocenění na základě analýzy výnosů

Ocenění vychází z teze, kdy hodnota společnosti je stanovena na základě očekávaných budoucích výnosů, které plynou jejímu držiteli. Ocenění může být založeno na různých typech výnosů a různých metodách. Mezi základní oceňovací výnosové metody patří:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Metody kombinované, slučující výnosové a majetkové ocenění (14, s. 163).

1.7.1 Metoda diskontovaného cash flow

Tato metoda se hojně využívá ve Spojených státech amerických a ve Velké Británii. Vlivem globalizace se rozšiřuje i do zbytku Evropy. Metodu diskontovaného cash flow můžeme rozdělit do tří základních variant, a to varianta entity (společnost jako celek), varianta ekvity (vlastní kapitál) a APV (upravená současná hodnota). Jednotlivé metody se od sebe navzájem liší způsobem zjištění výsledné hodnoty ocenění. Pro potřeby práce budeme uvažovat o metodě entity (14, s. 164).

1.7.2 Metoda DCF entity

Metoda se považuje za základní a výpočet ocenění probíhá ve dvou krocích. První krok obsahuje výpočet a určení peněžních toků, které teoreticky budou k dispozici vlastníkům a věřitelům a následným diskontováním získáme současnou hodnotu jako celku – brutto hodnotu. V druhém kroku se od získané hodnoty odečte hodnota cizího kapitálu známá ke dni ocenění a následně získáme hodnotu vlastního kapitálu – netto hodnotu. Pro použití metody DCF entity jsou zapotřebí zdůvodněný finanční plán a výsledky strategické a finanční analýzy. Důležité pro ocenění metodou DCF entity je nutnost chápat společnost na úrovni investovaného kapitálu, ne pouze jako bilanční sumu (14, s. 165).

1.7.3 Peněžní toky

Cash flow se skládá z provozního, investičního, finančního a celkového cash flow, ale pro potřeby ocenění není ani jedna z částí efektivně použitelná. Úprava je založena

na myšlence, kolik je možné vzít peněz ze společnosti, aniž by byla narušena její budoucí výkonnost. Peněžní tok nenarušující fungování společnosti se nazývá volný peněžní tok (FCF – free cash flow). Následující tabulka nastiňuje způsob dosažení tohoto volného peněžního toku (19, s. 198).

Tabulka č. 1: Výpočet volného peněžního toku (Zdroj: Vlastní zpracování dle: 19, s. 199)

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVHD)
2.	-	Upravená daň z příjmů (KPVHD x daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	=	Volný peněžní tok (FCF)

Volný peněžní tok je vždy východiskem metody ocenění DCF. U metody entity se chápá volný peněžní tok jako generování peněžních prostředků, zároveň jsou tyto prostředky k dispozici vlastníkům (pro výplatu podílů na zisku) a věřitelům (umořování dluhu). Na základě těchto skutečností se v případě metody DCF entity užívá název peněžní tok do firmy (FFCF – free cash flow do společnosti) a je již konkrétnějším a využitelnějším typem peněžního toku pro potřeby ocenění. Tento název se dá chápat i jako cash flow pro vlastníky a věřitele (19, s. 199).

1.7.4 Investice pro výpočet FCFF

Realizovat by se měly pouze ty investice, které přinášejí kladnou čistou současnou hodnotu. Investice uvedené v předcházející tabulce jsou myšleny jako investice brutto a ještě nejsou rozděleny na část obnovující nebo rozšiřovací. Rozšiřovací investice jsou vyjádřeny až hodnotou investice netto. Rozlišovacím milníkem je výše odpisů. Z tohoto důvodu mohou být investice netto i záporné, z důvodu nižších investic, než jsou celkové odpisy.

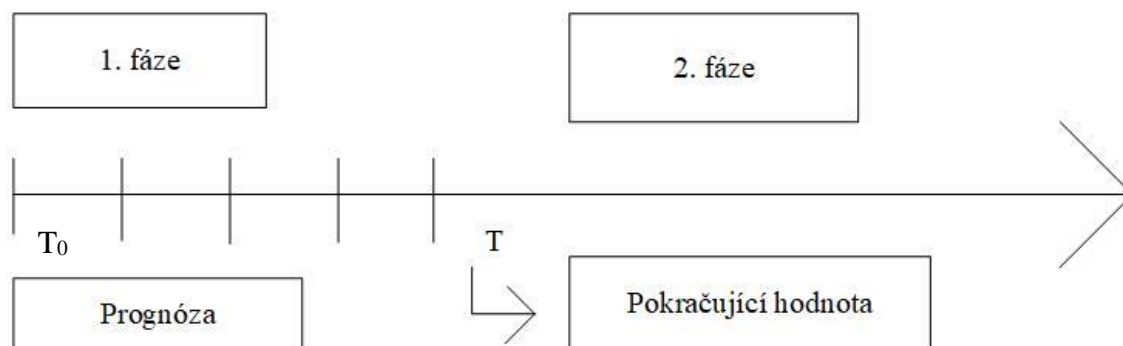
$$I_{\text{netto } t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{\text{brutto } t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

$I_{brutto\ t}$ a $I_{netto\ t}$ vyjadřují investice do provozně nutného investovaného kapitálu, hodnota K_t označuje provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t a O_t jsou odpisy v roce t (14, s. 175).

1.7.5 Dvoufázová metoda ocenění

Metoda dvoufázového ocenění se dá považovat za klasický typ propočtu, který vychází z prosté myšlenky rozdělení budoucího období na dvě fáze. V první fázi je možné určit a prognózovat hodnotu volného peněžního toku jednotlivých roků. V druhé fázi se zaměřuje ocenění do nekonečna od konce první fáze. Druhá fáze se nazývá pokračující hodnota (14, s. 178).



Obrázek č. 3: Schéma dvoufázové metody (Zdroj: Převezato z: 19, s. 207)

Pokračující hodnota je chápána jako současná hodnota peněžních toků, které očekáváme od konce první fáze donekonečna. Současná hodnota je kalkulována k datu skončení první fáze (toto datum je totožné se začátkem druhé fáze).

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

Tento výpočtový vzorec se používá pro hodnotu dvoufázové metody, kde T je délka první fáze v rocích, PH je pokračující hodnota a i_k je kalkulovaná úroková míra na bázi průměrných vážených nákladů kapitálu (14, s. 178).

Důležitým aspektem při propočtu hodnoty je volba časového horizontu druhé fáze, kdy pokračující hodnota je stěžejním atributem výsledné hodnoty a nejvíce tuto výslednou hodnotu ovlivňuje. V současné době převládá názor oceňovatelů z evropských

zemí na volbu časového horizontu druhé fáze v intervalu od 3 do 6 let. Ve Spojených státech amerických se naopak pouštějí do časového horizontu 8 až 15 let. Je tedy na uvážení konkrétní situace, jaký časový horizont bude zvolen (14, s. 179).

Typickým řešením pro pokračující hodnotu je Gordonův vzorec, popřípadě parametrický vzorec (14, s. 183).

Gordonův vzorec

Tento vzorec se běžné používá pro oceňování akcií na základě dividend. První fáze se pohybuje v intervalu 4 až 14 let, druhá fáze předpokládá trvalý a stabilní růst volného cash flow. Současná hodnota takovéto nekonečné rostoucí časové řady cash flow odpovídá pokračující hodnotě, která je dána vztahem:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{i_k - g}$$

Kde T označuje poslední rok odhadovaného období, i_k je kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu) a g odhadované tempo růstu volného cash flow v průběhu celé druhé fáze do nekonečna. Důležitou podmínkou je, aby byla kalkulovaná úroková míra větší než tempo růstu volného cash flow během druhé fáze do nekonečna (14, s. 183).

Parametrický vzorec

Také označovaný jako vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty. Tvar vzorce pro pokračující hodnotu parametrického vzorce je následující:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{\text{KPVH}_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

$$r_1 = \frac{\text{Přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}}$$

Parametrický vzorec vychází ze dvou základních generátorů hodnoty, a to tempa růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření ponížených o upravené daně (korigovaný provozní výsledek hospodaření) a očekávané rentabilitě čistých investic (r_1).

Investicí je myšlena investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (14, s. 187).

Pro zjištění výsledné hodnoty společnosti je možné použít následující tabulku. Brutto provozní hodnota je hodnota investovaného kapitálu očištěného o neúročený cizí kapitál. Důležité je také zmínit to, že toto schéma zachycuje pouze takzvanou provozní část společnosti (14, s. 201).

Tabulka č. 2: Propočet výsledné hodnoty společnosti (Zdroj: Vlastní zpracování dle: 14, s. 201)

	Hodnota brutto (provozní)
-	Hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění
=	Hodnota vlastního kapitálu provozní
+	Hodnota aktiv provozně nenutných ke dni ocenění
=	Výsledná hodnota vlastního kapitálu

1.8 Ocenění pomocí Ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Hlavním cílem společnosti je maximalizace zisku. U tohoto ocenění je kladen důraz na zisk ekonomický, ne účetní (výnosy – náklady). Ekonomickým ziskem se rozumí rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady. Do ekonomického zisku patří mimo účetních nákladů i náklady oportunitní (náklady ušlých příležitostí) (7, s. 120).

$$\text{Účetní zisk} = \text{výnosy} - \text{účetní náklady}$$

$$\text{Ekonomický zisk} = \text{celkový výnos kapitálu} - \text{náklady na kapitál}$$

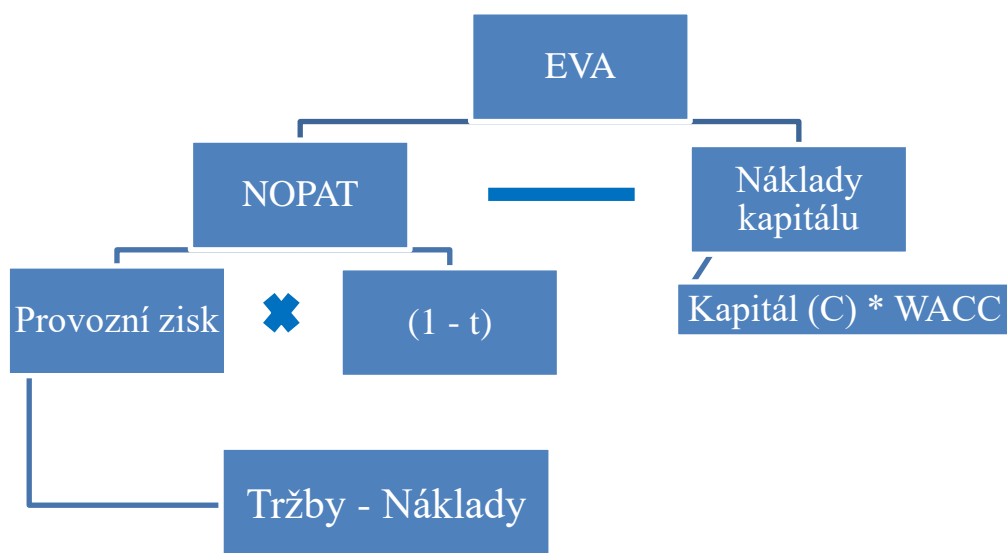
Při překonání normálního zisku získáváme ekonomický zisk. Takovýto zisk je odvozen z průměrných nákladů kapitálu vynaložených věřiteli (náklady jako úroky) a vlastníky (oportunitní náklady) (7, s. 120).

1.8.1 Oportunitní náklady

Oportunitní náklady jsou ty, při kterých dojde ke ztrátě finančních prostředků ne zcela ideálním alternativním rozhodnutím o využití svých zdrojů (kapitál, práce). Oportunitním nákladem může být ušlá mzda nebo úroky z vlastního kapitálu (7, s. 120).

1.8.2 Struktura vzorce EVA

Ukazatel je tvořen pomocí 4 kroků. První krok je výpočet čistého provozního zisku po zdanění, druhým krokem je výpočet investovaného kapitálu, třetím krokem je výpočet nákladů a poslední čtvrtý krok je samotné stanovení ekonomické přidané hodnoty (2, s. 306).



Obrázek č. 4: Schéma ukazatele EVA (Převzato z: 2, s. 306)

1.8.3 Čistý zisk z provozní činnosti po zdanění (NOPAT)

Výpočtový vzorec pro NOPAT je tento:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - \text{sazba daně z příjmů právnických osob}) \quad (7, \text{s. 121})$$

Provozní zisk po zdanění v této podobě obsahuje výsledek hospodaření z hlavní činnosti, zisky nebo ztráty z prodeje dlouhodobého majetku a zásob z mimořádné činnosti nesouvisející s hlavním předmětem podnikání. Dále také obsahuje zisk nebo ztrátu z finanční činnosti a osobní náklady a výnosy považované z účetního hlediska za provozní, ale charakterově se více přibližují k mimořádným nebo nesouvisí s provozní činností (6, s. 121).

1.8.4 Investovaný zpoplatněný kapitál (C)

Investovaný zpoplatněný kapitál je hodnota finančních zdrojů vložených do společnosti investory. Hodnotu investovaného zpoplatněného kapitálu lze získat dvěma způsoby. První způsob (provozní) pohlíží na investovaný kapitál jako součet dlouhodobých provozních aktiv v zůstatkových cenách a pracovního kapitálu. Druhým způsobem pohledu (finanční) na investovaný kapitál je součet účetní hodnoty vlastního kapitálu a úročených závazků (7, s. 121).

$C \text{ z provozního hlediska} = \text{dlouhodobý majetek} + \text{čistý prac. kapitál}$

$C \text{ z finančního hlediska} = \text{pasiva} - \text{kr. závazky z obchodních vztahů}$ (7, s. 121).

1.8.5 Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)

WACC se skládá z nákladů na cizí kapitál a nákladů na vlastní kapitál. Z pohledu teorie ekonomické přidané hodnoty je hlavním cílem společnosti maximalizovat ekonomický zisk. Společnost se tím pádem nezaměřuje na maximalizaci účetního zisku, který je vykazován v rozvaze rozdílem nákladů a výnosů. Velký rozdíl je v hodnotě nákladů, kde v ekonomickém zisku obsahují i alternativní (oportunitní) náklady (náklady ušlé příležitosti), z toho plyne ignorování nákladů vlastního kapitálu v klasickém pojetí, protože ve výkazu zisku a ztrát nejsou uvedeny náklady (placené úroky) na cizí kapitál (3, s. 50).

Nejobtížnější část při stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál je určení nákladů na vlastní kapitál. Výnosové očekávání investorů z velké části ovlivňují náklady na vlastní kapitál (1, s. 381).

Velikost průměrných nákladů primárně závisí na rozložení a způsobu využití vlastních zdrojů a také sekundárně na konkrétním zdroji. Společnosti využívající efektivně vlastních zdrojů dosahují nižších průměrných nákladů na kapitál. WACC se mění i se změnami v kapitálové struktuře společnosti (7, s. 121).

$$WACC = r_d * (1 - d) * \frac{D}{C} + r_e * \frac{E}{C}$$

Jednotlivé položky vzorce jsou:

r_d = náklady na cizí kapitál (placené úroky)

d = sazba daně z příjmů právnických osob

D = cizí kapitál

E = vlastní kapitál

C = celkový dlouhodobě investovaný kapitál

r_e = náklady vlastního kapitálu (7, s. 122).

1.8.6 Náklady na vlastní kapitál (r_e)

Pro zjištění co nejpřesnějších nákladů na vlastní kapitál je podstatné zjistit počet emitovaných kmenových a prioritních akcií. Pomocí těchto akcií je převážně tvořen základní kapitál. Pro odhad nákladů na vlastní kapitál je možné postupovat podle vzorce CAMP – model oceňování kapitálových aktiv nebo tzv. stavebnicového modelu využívaného Ministerstvem průmyslu a obchodu (7, s. 122).

$$r_e = r_f + B * (r_m - r_f)$$

Jednotlivé položky vzorce nákladů vlastního kapitálu:

r_f – bezrizikový výnos, za který se považují například výnos státních dluhopisů,

B = míra tržního rizika akcie,

$r_m - r_f$ = prémie za systematické riziko, je to rozdíl mezi výnosem kapitálového trhu a bezrizikovou sazbou, u menších společností problémovější, nahrazuje se rizikovou premií (obvykle 2 až 3 procenta) (2, s. 307).

1.8.7 Náklady na cizí kapitál (r_d)

Jedním způsobem vyjádření nákladů cizího kapitálu je nahrazení úrokovou mírou, která je odvozena z velikosti a ceny úvěru společnosti.

$$r_d = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{bankovní úvěry}}$$

Důležité jsou interní informace společnosti, ale pokud nejsou k dispozici, postačí odvození úrokové míry z dlouhodobých úvěrů, nebo aktuální úrokové míry bank (7, s. 123).

1.8.8 Ocenění na základě ekonomické přidané hodnoty

Ekonomickou přidanou hodnotu jako nástroj ocenění je možné využít ve stejných variantách, které jsou možné pro diskontované peněžní toky (entity, ekvity a APV). Pro potřeby práce byla zvolena metoda entity. Prvním krokem při propočtu hodnoty společnosti metodou EVA je zjištění hodnoty aktiv pro společníky a věřitele a následné odečtení cizího kapitálu. Touto úpravou získáme hodnotu ocenění pouze pro vlastníky. Tržní hodnota operačních aktiv je dána součtem NOA (čistá operační aktiva) a MVA (tržní přidaná hodnota). Výpočet hodnoty je opět dvoufázovou metodou. Druhá fáze je myšlena věčnou rentou donekonečna. Vzorec hodnoty je dán následujícím vztahem:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

Kde H_n je hodnota vlastního kapitálu společnosti (netto), EVA_t v roce t , NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, NOA_{t-1} jsou čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, $NOPAT_t$ operační výsledek hospodaření v roce t , T je počet roků, D_0 hodnota úročených dluhů k datu ocenění a A_0 ostatní neoperační aktiva k datu ocenění (14, s. 297).

2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

V další části diplomové práce jsou uvedeny základní informace o oceňované společnosti a praktická aplikace dosud nabytých informací. Veškeré výstupy této části budou použity pro třetí část práce, a to vlastní návrhy a řešení. **Účel, předmět, datum ocenění a kategorie hodnoty**

Ocenění se provádí za účelem zjištění hodnoty pro potřeby managementu, prodeje společnosti nebo její jakákoli transformace není zvažována. Výstupy ocenění budou užity pro potřeby managementu. Samotné ocenění je provedeno k 1. 1. 2018. Společnost je oceňována na základě objektivizované kategorie hodnoty.

2.2 Oceňovaná společnost

Oceňovanou společností je EUROVIA CS, a.s., dříve Stavby silnic a železnic, a.s. Jedná se o českou právnickou osobu, která sídlí v Praze a řadí se k nejvíce významným stavebním společnostem v České republice v oblasti dopravního stavitelství. Společnost je jedním z vůdců trhu díky výkonnosti regionálních závodů a dceřiných společností. Nejvíce působí na území České republiky a Slovenska. Na trhu stavitelství se pohybuje přes 60 let a od roku 2006 je součástí koncernu VINCI. Jejím jediným vlastníkem je francouzská společnost EUROVIA CS, a.s., která do tohoto koncernu patří. Společnost také disponuje vlastní surovinovou základnou a navíc působí i v oblasti těžby a prodeje drceného a těženého kameniva. Společnost i její dceřiné společnosti jsou držiteli certifikátu řízení kvality ISO 9001 a certifikace environmentálního systému řízení ISO 14 001 nebo OHSAS 18 001 (certifikace kontrol a řízení BOZP). Zároveň vedení společnosti se zavázalo k politice integrovaného systému managementu (20).

Obchodní název: EUROVIA CS, a.s.

Sídlo: Národní 138/10, 110 00 Praha 1, Česká republika

Datum vzniku: 4. 5. 1992

Základní kapitál: 1 386 200 000 Kč

Identifikační číslo: 452 74 924

Právní forma: akciová společnost

Předmět podnikání:

- projektové činnosti ve výstavbě, opravy silničních vozidel, zpracování kamene
- izolačnictví, provozování drážní dopravy, činnost prováděná hornickým způsobem, hornická činnost, provozování dráhy – vlečky
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady
- zámečnictví, nástrojařství, obráběčství, opravy ostatních dopravních prostředků
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování, klempířství a oprava karoserií
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
- silniční motorová doprava – nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o nejvyšší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí, osobní provozovaná vozidly určenými pro přepravu nejvýše 9 osob včetně řidiče
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení, výkon zemědělské činnosti
- vodoinstalační, topenářství, malířství, natěračství, lakýrnictví, distribuce pohonných hmot
- zemní práce prováděné za použití strojů a výbušnin, pokud se na jedné lokalitě přemísťuje více než 100 000 metrů krychlových horniny, s výjimkou zakládání staveb
- podzemní práce spočívající v hloubení důlních jam a studní, v řízení štol a tunelů, jakož i ve vytváření podzemních prostorů o objemu větším než 300 metrů krychlových horniny (15).

2.3 Strategická analýza

V této části diplomové práce bude provedena analýza vnějšího a vnitřního prostředí společnosti. Pro analýzu vnějšího prostředí použiji SLEPT a Porterovu analýzu. Analýza vnitřního prostředí bude provedena s pomocí McKinseyho modelu 7S a následné celkové zhodnocení pomocí SWOT analýzy.

2.3.1 SLEPT analýza

Nyní zanalyzuji vnější prostředí pomocí SLEPT analýzy, jednotlivé analyzované faktory jsou tyto: sociální, legislativní, ekonomické, politické a technologické.

Sociální faktory

Nejdůležitější sociální faktor pro společnost je vzdělanost. Na trhu práce je neustálý nedostatek dostatečně kvalifikovaných pracovníků, a to zejména pro střední a vyšší management. Tento nedostatek se projevuje v dnešní době ještě více, neboť nezaměstnanost v České republice je téměř na historických minimech a shánění zaměstnanců s technickým vzděláním a hlavně zkušenostmi ze stavebnictví spolu se schopnostmi řídit tým lidí pod sebou a brát na sebe zodpovědnost je obrovský problém. Z důvodu nedostatku lidí musejí ostatní zaměstnanci přebírat pracovní povinnosti a zodpovědnost od těch, kterých je nedostatek. Navíc tito zaměstnanci nejsou potřebně kvalifikovaní a je nutné v omezené časové době tyto pracovníky kvalifikovat pro daný druh činnosti.

Legislativní faktory

Většina nových legislativních opatření má neblahý vliv na chod veškerých podnikajících subjektů. Největším problémem je kontinuální růst byrokratického zatížení. Neustálé vydávání nových zákonů, vyhlášek, směrnic, nařízení a ostatních legislativních opatření vytváří na společnosti tlak a nutnost být neustále ve střehu, neboť co je legální dnes, rozhodně nemusí být zítra. Navíc implementace stále nových legislativních pravidel přináší někdy zbytečné finanční náklady. Zákonodárci mají poslední dobou trend provádět legislativní opatření na určité problematiky metodou pokus a omyl. Zavedení nového opatření je i pro stát nákladné (například elektronická evidence tržeb a jiné) a vyžadují určitá finanční vydání. Po zavedení se zjistí, že to funguje nebo nefunguje podle představ, a začnou se legislativní nařízení následně pozměňovat a upravovat. Pokud se změní vláda, je i pravděpodobné rušení a zastavování projektů předchozích vlád.

Ekonomické faktory

Úroveň výkonnosti ekonomiky, a to v jaké části cyklu se zrovna nachází, výrazně ovlivňuje v podstatě všechny ekonomické subjekty na trhu. Ekonomika zažívala posledních pár let velice rychlý růst. Nyní se ekonomika stále nachází v období růstu, v podstatě na vrcholu. To, že je téměř na vrcholu, si myslí řada předních světových (i českých) odborníků a analytiků, a také můžeme očekávat v následujících pár letech začátek recese a krize. Pro společnost je klíčová situace na evropském a světovém trhu, neboť většina produkce určené pro export se vyváží především do EU. Z tohoto důvodu je ekonomická situace v Evropě velice důležitá (především ekonomická výkonnost Německa). Volný pohyb peněz, práce, kapitálu a osob přispívá pozitivně k růstu, navíc absence cel v EU je pozitivní. Důležitou roli na ekonomiku evropských zemí bude hrát aktuální brexit, situace rozdělení Španělska a Katalánska a především úvěrování Itálie, Španělska a Řecka. Řecko sice není velikostí své ekonomiky významným hráčem, ale velikost zadlužení a struktura věřitelů tuto důležitost umocňuje a situace se zadlužením je nutno neustále monitorovat a korigovat.

Dalším faktorem je DPH, daň z příjmu, měnový kurz a inflace. V současné době má DPH jednu základní a dvě snížené sazby, a to 21 %, 15 % a 10 %. Vývoj inflace se pohybuje kolem dvou procent, tato hodnota je považována za žádanou a pro ekonomiku prospěšnou. Daň z příjmu právnických osob je od roku 2010 na stejné úrovni 19 % (2009 – 20 %) a její hodnota by se neměla prozatím měnit. Měnový kurz (hlavně Kč/EUR) je životně důležitý pro Českou republiku. Dlouhou dobu ČNB kurz intervenovala a držela v určeném pásu pomocí tisknutí peněz. Nyní ČNB od tohoto upustila a kurz je korigován už jen zvyšováním (popřípadě snižováním) základních úroků a sazeb (2T REPO, lombardní, diskontní). V roce 2018 ČNB zvýšila sazby pětikrát.

Politické faktory

Politická situace v České republice je nyní relativně ustálená. Nová vláda má již stabilní pozici a podporu ve sněmovně. Zastoupení politických stran je velice pestré, ale k radikálním rozhodnutím zatím nedochází. Stinné světlo na primární vládnoucí stranu vrhají kauzy především předsedy vládnoucího politického hnutí a zároveň premiéra, který je spojován a vyšetřován (přímo i nepřímo) se zneužíváním dotací

Evropské unie nebo únosem vlastního syna na Krym a následně do Švýcarska. Další negativní světlo na pozici České republiky v mezinárodním prostředí vrhá i post prezidenta, který zastává osoba vulgárně se vyjadřující v živých přenosech a má výrazné sympatie k totalitním světovým vládcům, jakým je ruský prezident nebo čínský prezident. Následné mínění u našich klíčových demokratických evropských a světových partnerů je tímto chováním a událostmi poškozeno. Tato poškození se projevují i na společnostech, které obchodují se zahraničními partnery v těchto klíčových zemích. Na druhou stranu členství v Evropské unii a Severoatlantické alianci dává České republice jako celku velkou dávku stability, bezpečnosti a jistoty, neboť i naši klíčoví partneři jsou také členy těchto uskupení. Navíc tato členství dávají všem subjektům České republiky jistou dávku důvěryhodnosti a vyjednávací síly.

Technologické faktory

Technologický faktor je jedním z klíčových faktorů v konkurenceschopnosti společnosti, neboť se jedná o stavební firmu. Změny ve způsobech využití technologií a nových materiálů přináší potřebnou přidanou hodnotu pro udržitelnou konkurenceschopnost a sledování vývoje těchto inovací je žádané. Pokroky v oblasti telekomunikačních technologií přináší při efektivním využití úsporu lidského úsilí, času a vytíženosti pracovníků, které mohou být využity jinak, efektivněji. Technické zaostávání samotných strojů určených pro výkon stavebních prací není pro toto odvětví rizikovým faktorem a v drtivé většině je jejich způsob a efektivita užití konstantní.

2.3.2 Porterova analýza

Tato analýza zjišťuje a posuzuje jednotlivé vyjednávací pozice v odvětví. Mezi klíčové oblasti patří oblast odběratelů, dodavatelů, substitutů, potencionální nové konkurence a stávající konkurence.

Odběratelé

Největším a téměř jediným odběratelem společnosti je veřejný sektor zastoupený státem, kraji, městy a obcemi. Vyjednávací síla odběratele jako státního sektoru je dána díky způsobu výběru svého dodavatele pomocí vypisování veřejných zakázek, kde je oceňovaná společnost nucena předložit lepší návrh než ostatní soutěžitelé. Pouze

minimální část připadá na soukromý sektor. Objem dodaných výkonů soukromému sektoru na celkovém podílu výkonů je pouze pár procent, tedy zanedbatelné číslo.

Dodavatelé

Největší položkou potřebnou pro výkon činnosti je stavební materiál. Společnost vlastní kamenolom a těží v něm výraznou část potřebného stavebního materiálu, díky tomu je pouze limitována kapacitou vlastního lomu a produkce. Díky své velikosti a členství v koncernu má na trhu velice silnou pozici a při vyjednávání objednávek stavebního materiálu nebo při obměně strojového parku je rovnocennou protistranou (někdy i tou silnější) při vyjednávání podmínek. Navíc vždy existuje více možných dodavatelů určité požadované komodity nebo výrobku, a proto jí ze strany dodavatelů nehrozí téměř žádné riziko ohrožující její existenci.

Substituty

Společnost se zabývá stavbou silnic, železnic, tramvajových tratí nebo například mostů. Hrozba substitutů je zde velice malá. Dopravní infrastruktura pro osobní i nákladní dopravu je nezbytnou součástí dnešního světa a ekonomiky. Jedním z možných substitutů vidím až v horizontu několika desítek let, především v hyperloopu od Space X Elona Muska, kde by na poli dopravy mohl vzniknout monopol. Potřeba migrování lidí a věcí zde vždy byla a bude a v současnosti substitut k produkováným statkům společnosti není.

Potencionální noví konkurenti

Vstup do odvětví je relativně silně ovlivněn stávající konkurencí, neboť trh mají společnosti působící v oboru vcelku rozdělen. Navíc vstup je extrémně finančně nákladný především na pořízení stavebních strojů, získání dostatečného množství zaměstnanců a zajištění dostatečného množství stavebního materiálu. Zákazníci, tedy veřejný sektor, je kapacitně omezen zdroji z veřejných rozpočtů, a proto je počet vypsaných zakázek omezen ekonomickou situací. Pokud je ekonomika v expanzi, roste počet vypisovaných státních zakázek a roste riziko možnosti útoku na trh jiným globálním hráčem působícím v zahraničí. V případě recese je riziko vstupu nového konkurenta téměř minimální, neboť finanční náročnost je velká a následná rentabilita vložených prostředků je pomalá. Potencionální nový konkurent v případě útoku na trh musí disponovat obrovským

množstvím kapitálu a také se od něj očekává již jistá tradice, stálost na trhu. Proto se společnost téměř nemusí obávat nové konkurence.

Konkurenti v odvětví

Mezi nejvýznamnější konkurenty v odvětví patří společnosti OHL ŽS, Strabag, Skanska, Metrostav nebo Swietelsky stavební. Konkurenceschopnost oceňované společnosti je tvořena především příznivou cenou a vysokou kvalitou. Boj mezi konkurenty je především o státní zakázky vypisované státem, kraji nebo obcemi. Pro získání státní zakázky je nezbytné předložit a uzpůsobit svou nabídku lépe než konkurenční společnost, proto je společnost značně ohrožena ostatními hráči, neboť jejich velikost a síla uzpůsobit nabídku je velice podobná oceňované společnosti. V návaznosti je nezbytné zvolit tu strategii boje o státní zakázky, aby byla zajištěna vlastní ziskovost a množství získaných zakázek.

2.3.3 Model 7S (McKinsey)

Tento model se zabývá vnitřní analýzou prostředí společnosti. Obsahem modelu je sedm na sobě závislých faktorů, které se dělí na tvrdé a měkké. Takzvaně tvrdé prvky jsou strategie, struktura a systémy. Za měkké prvky se považují sdílené hodnoty, skupina, styl a schopnosti.

Strategie

Primární strategií společnosti je spojení tradice, zkušeností svých zaměstnanců a na druhou stranu moderního přístupu k získaným projektům z hlediska technologií a pozitivního ekologického přístupu. Společnost je jedním z nejžádanějších zaměstnavatelů v oboru a snaží se získávat a vychovávat své zaměstnance i z řad absolventů škol. Další strategií je i rozšiřování struktury portfolia stavebních zakázek o netradiční projekty, než jsou její typické stavby silnic a železnic.

Struktura

Ve společnosti jsou zastoupeny všechny stupně managementu. V nejnižším managementu jsou mistři a vedoucí směn, projektů. Ve středním jsou stavbyvedoucí,

manažeri kvality nebo například vedoucí finančního úseku, logistiky. V nejvyšším jsou ředitelé závodů a oblastí, dále členové představenstva nebo dozorčí rady.

Sdílené hodnoty

Mezi sdílené hodnoty společnosti patří odvádění kvalitní práce, vzájemná spolupráce, ekologicky korektní chování a plnění stanovených cílů kvalitně a včas. Dále se prosazuje otevřená komunikace a přátelské pracovní prostředí.

Spolupracovníci

Zaměstnanci jsou pro společnost velmi důležití, a proto jsou vždy informováni o všech důležitých věcech, které se management dozví nebo rozhodne. Dále se vytvářejí optimální podmínky pro vlastní rozvoj a vzdělávání, benefity a odměny za předčasně a v potřebné kvalitě plněné zakázky.

Styl manažerské práce

Ve společnosti je relativně autokratický styl řízení, ale vedoucí pozice jsou otevřeny konstruktivním připomínkám nebo návrhům, které vznášejí jejich podřízení. Rozhodovací pravomoc mají ale jen vedoucí pozice, tedy pokud k rozhodnutí v takových otázkách jsou zmocněni.

Schopnosti

Po zaměstnancích nejnižších pozic je vyžadováno minimálně výuční list pro dělnické profese nebo středoškolské odborné vzdělání s technickým zaměřením. Pro střední a vyšší pozice je vyžadováno vzdělání vysokoškolské. Zaměstnanci jsou obsazováni do pracovních pozic dále i podle jejich dosavadních zkušeností, schopností a dovedností.

Systémy řízení

Společnost je vlastníkem certifikátů managementu kvality ČSN EN ISO 9001, environmentální certifikát ČSN EN ISO 14001 a certifikát řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci ČSN OHSAS 18001. Jednotlivé certifikace jsou implementovány do integrovaného systému managementu a celá společnost se řídí a chová podle těchto

certifikací. Integrovanému systému managementu jsou podřízeny veškeré procesy řízení, které také zajišťují trvalé dosahování požadované kvality a finanční stability.

2.3.4 SWOT analýza

Pro shrnutí strategické analýzy se jeví jako vhodný nástroj SWOT analýza. Zdrojem závěrů pro SWOT analýzu jsou jednotlivé analýzy provedené v předchozích kapitolách. Výsledné závěry jsou členěny do silných a slabých stránek, které plynou společnosti z interních faktorů, dále příležitosti a hrozby, které ovlivňují oceňovanou společnost externě.

Tabulka č. 3: SWOT analýza (Zdroj: Vlastní zpracování)

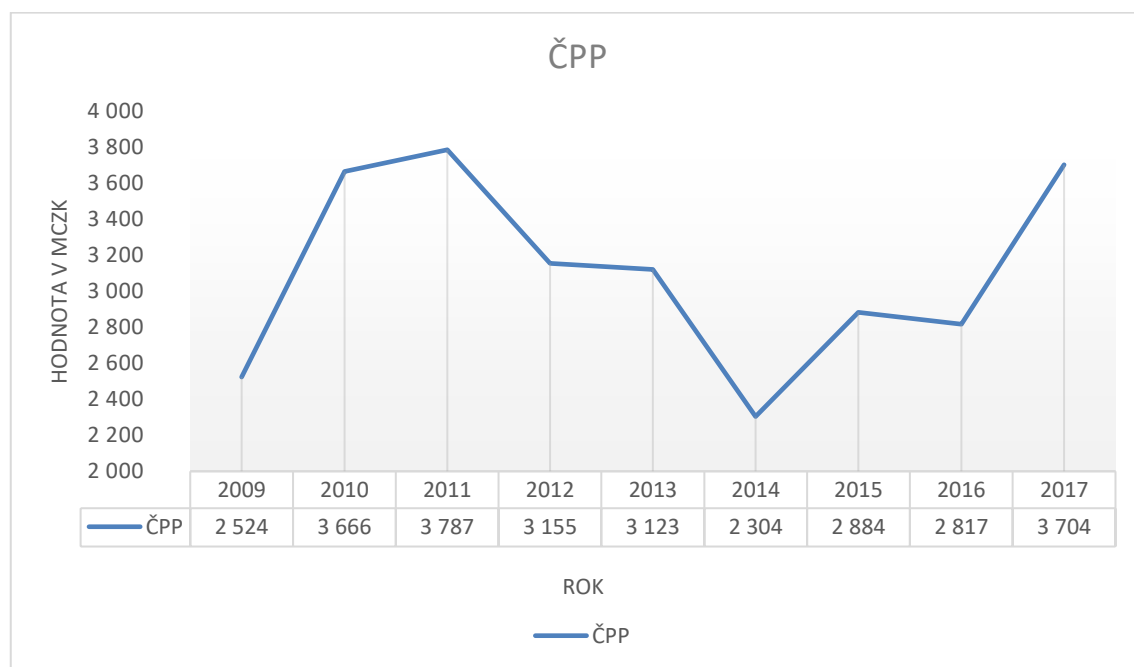
S – silné stránky	W – slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> - Částečná samostatnost v obstarávání vstupních materiálů – nezávislost na dodavatelích - Velikost společnosti - Pokrytí celé České republiky - Člen nadnárodní skupiny - Tradice a dlouhé působení na trhu 	<ul style="list-style-type: none"> - Nedostatek kvalifikovaných pracovníků na trhu práce - Zpoždování termínů dodání výstupů - Homogennost produktu - Vysoká odpovědnost při vadných dodávkách – reklamace
O – příležitosti	T – hrozby
<ul style="list-style-type: none"> - Rozšíření pole působnosti na slovenském trhu, popřípadě polském - Využití nových technologií v oblasti vstupních materiálu a procesu využití - Výrobek – stavba infrastruktury - Vyjednávací síla při jednání s dodavateli při nákupu 	<ul style="list-style-type: none"> - Téměř homogenní odběratel – veřejný sektor - Ekonomika je již na svém vrcholu a začíná její zpomalování - Legislativní změny - Vstup zahraniční nadnárodní konkurence

2.4 Finanční analýza

Následující část diplomové práce je věnována finanční analýze společnosti EUROVIA CS, a.s. Nástroji využitými pro finanční analýzu jsou stavové ukazatele, poměrové ukazatele, bonitní a bankrotní modely. Ke konstrukci byly využity finanční výkazy společnosti uvedené v příloze č. 1, 2 a 3. Během zpracování finanční analýzy nebyla dostupná data pro rok 2018.

2.4.1 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál ukazuje tu část oběžných aktiv, která by v případě okamžité nutnosti umoření krátkodobých závazků, byla k dispozici.



Graf č. 1: Čistý pracovní kapitál (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty a graf v software Excel)

Vývoj čistého pracovního kapitálu je v průběhu sledovaného období značně kolísavý. Do roku 2011 jeho hodnota rostla a dosáhla svého maxima, po kterém následovalo období poklesu do roku 2014, kdy dosáhla hodnota svého minima. Od roku 2014 hodnota čistého pracovního kapitálu opět roste. Pokles byl zapříčiněn výraznějším úbytkem oběžných aktiv, než byl pokles krátkodobých závazků. Rozdíl mezi maximální a minimální hodnotou od roku 2011 do 2014 byl 1 483 milionu korun, tedy pokles o téměř 39 %.

2.4.2 Ukazatele likvidity

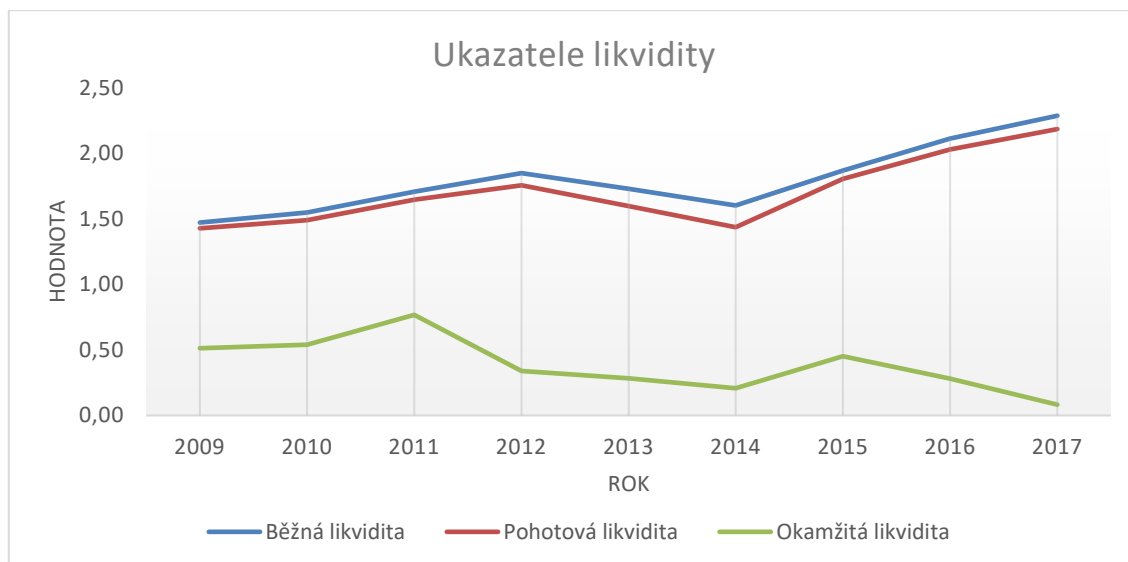
V uvedené tabulce č. 4 jsou uvedeny výsledky ukazatelů likvidity za každý analyzovaný rok a výsledné hodnoty jsou bezrozměrná čísla.

Tabulka č. 4: Ukazatele likvidity (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty provedeny v systému Excel)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Běžná likvidita	1,47	1,55	1,71	1,85	1,73	1,60	1,87	2,11	2,29
Pohotová likvidita	1,43	1,49	1,65	1,76	1,60	1,44	1,80	2,03	2,18
Okamžitá likvidita	0,51	0,54	0,77	0,34	0,28	0,21	0,45	0,28	0,08

Běžná likvidita za celé analyzované období má rostoucí trend a pohybuje se v doporučeném intervalu hodnot od 1,5 do 2,5. Tento trend je i názorně zpracován v grafu č. 1. V roce 2017 převyšovala oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje hodnocené společnosti nejvíce. Naopak nejnižší hodnoty běžná likvidita dosahovala na úplném začátku období, a to v roce 2009, kdy se hodnota pohybovala pod doporučenou hodnotou. Od roku 2014 hodnota likvidity třetího stupně neklesala. Společnost se při řízení možnosti splatit své krátkodobé cizí zdroje chovala zodpovědně.

Pokud by hodnocená společnost nechtěla při dostání svým závazkům rozprodávat své zásoby, tuto odpověď nalezne v hodnotě pohotové likvidity. Literatura doporučuje držení hodnoty pohotové likvidity v intervalu 1 až 1,5. Z již zmíněné tabulky je zřejmé, že uspokojení věřitelů není pro hodnocenou společnost problém. V horní hranici doporučeného intervalu hodnocená společnost udržovala svou pohotovou likviditu v roce 2009, 2010 a 2014. Zbylá období byla hodnota vyšší, než je doporučený interval. Tento stav je příznivý pro věřitele, kteří nemusí mít strach z nezaplacení svých pohledávek. Naopak vysoká hodnota ke konci období není způsobena zejména držením velkého objemu pohotových platebních prostředků. Společnost má především ke konci období velké množství svých zdrojů vložených do pohledávek ve skupině (položka v rozvaze pohledávky ovládaná – ovládající osoba).



Graf č. 2: Ukazatele likvidity (Zdroj: Vlastní zpracování, graf v systému Excel)

Posledním ukazatelem je okamžitá likvidita neboli likvidita prvního stupně. Vývoj likvidity se v doporučeném (nikoli kritickém) intervalu pro Českou republiku pohybovala pouze v roce 2011, kdy objem pohotovostních platebních prostředků byl nejvyšší za celé období. Zbylé roky vyjma posledního roku se hodnota pohybovala směrem ke kritické hodnotě 0,2. V roce 2017 dosáhla okamžitá likvidita svého dna (hodnoty 0,08). Tato hodnota je již kritická, ale stále nemusí znamenat platební neschopnost, především ze zohlednění faktu poskytování dodavatelských úvěrů a kontokorentů. V grafu č. 1 je vidět trend rozevírajících se nůžek mezi likviditou prvního stupně a na druhé straně likviditami druhého a třetího stupně.

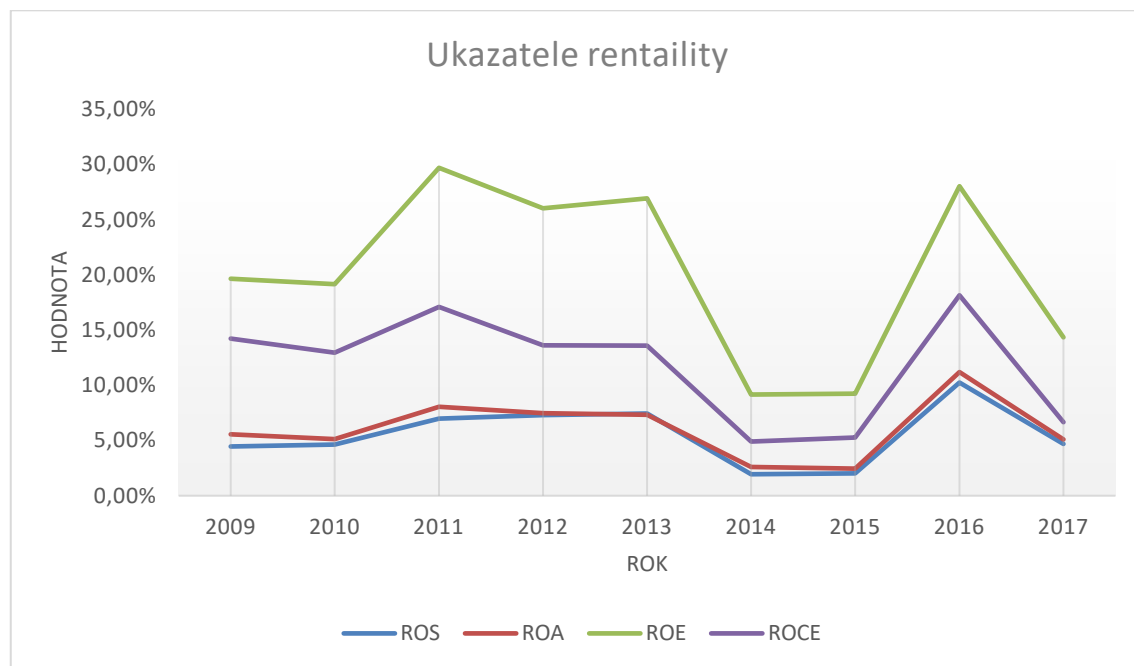
2.4.3 Ukazatele rentability

Rentabilita neboli návratnost, popřípadě výnosnost. Tyto ukazatele odpovídají, zda řízení jednotlivých položek rozvahy bylo pozitivní nebo negativní na ziskovost.

Tabulka č. 5: Ukazatele rentability (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty provedeny v systému Excel)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROS	4,46 %	4,63 %	6,97 %	7,31 %	7,44 %	1,94 %	2,02 %	10,25 %	4,70 %
ROA	7,11 %	6,39 %	9,20 %	8,01 %	7,40 %	2,62 %	3,11 %	11,20 %	5,10 %
ROE	19,66 %	19,15 %	29,70 %	26,04 %	26,93 %	6,16 %	9,25 %	28,03 %	14,34 %
ROCE	14,24 %	12,96 %	17,09 %	13,63 %	13,58 %	4,90 %	5,26 %	18,15 %	6,66 %

Rentabilita tržeb (ROS) vykazovala rostoucí trend do roku 2013. Mezi roky 2013 a 2014 dosáhla ke zlomu z důvodu výrazného poklesu výnosů z dlouhodobého finančního majetku a výraznějšího zvýšení nákladů v oblasti spotřeby služeb, materiálů a energie. Tyto faktory ovlivnily pokles mezi roky 2013 a 2014 i u ostatních uvedených ukazatelů rentability. Největší zisk přinášely tržby v roce 2016, naopak nejnižší v již zmíněném roce 2014. V podstatě totožný průběh byl i u rentability aktiv (ROA), kdy nejvyšší zisk na korunu aktiv byl v roce 2016 a nejnižší v roce 2014.



Graf č. 3: Ukazatele rentability (Zdroj: Vlastní zpracování, graf v systému Excel)

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) se vyvíjela podobným trendem jako ostatní ukazatele rentability. Největší zisk přinášel vlastníkům vložený vlastní kapitál v roce 2011, který je následován rokem 2016, kdy se oba roky přibližovaly k hranici ziskovosti 30 %. Nejméně ziskovým rokem pro vlastníky a akcionáře byly roky 2014 a 2015. Ziskový pokles mezi rokem 2013 a 2014 dosahoval 20,77 %. Rozdíl mezi největším a nejnižším ziskem na korunu vloženého kapitálu je téměř 24 %.

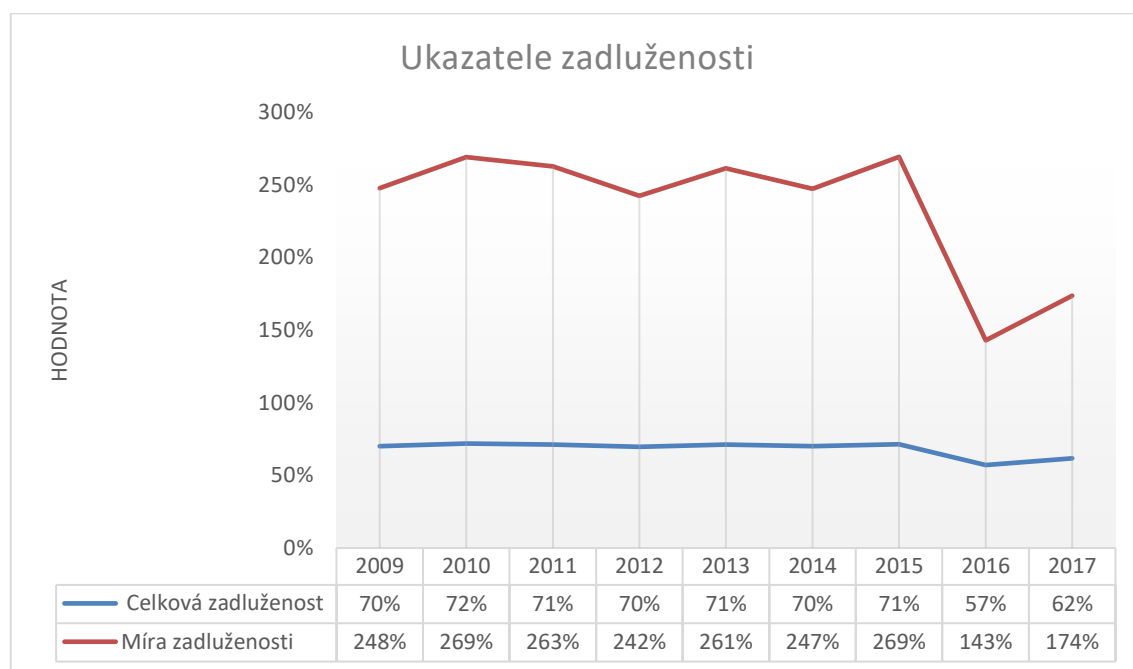
Návratnost investic do dlouhodobého investovaného kapitálu je důležitá při hodnocení vynaloženého kapitálu do dlouhodobého majetku, který je pak dlouhou dobu v tomto majetku vázán. Tato návratnost není v řádech týdnů nebo měsíců, ale i několika let. Nejvyšší ziskovost byla v roce 2011 a 2016, na druhou stranu nejnižší zisk investovaný

dlouhodobý kapitál přinášel v roce 2014, 2015 a 2017. V roce 2014 klesla ziskovost pod 5 %.

Průběh všech čtyř analyzovaných ukazatelů je vyobrazen v grafu č. 2, ve kterém je jasné vidět kritický pokles mezi roky 2013 a 2014. Dále je zřetelná provázanost všech ukazatelů výsledkem hospodaření před nebo po zdanění, který je při propočtu ve jmenovateli, a trend růstu nebo poklesu tohoto zisku výrazně ovlivňuje i výslednou hodnotu ukazatele v jednotlivých rocích.

2.4.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti jsou rozděleny do dvou grafů z důvodu potřeb interpretace výsledků. První část obsahuje procentní vyjádření, druhá poměrové bezrozměrné číslo.



Graf č. 4: Ukazatele zadluženosti 1. část (Zdroj: Vlastní zpracování, graf a výpočty provedeny v systému Excel)

Celková zadluženost oceňované společnosti po celé zkoumané období dosahovala vyšších hodnot, než je doporučená vrchní hranice intervalu 60 %. Pouze v roce 2016 hodnota celkové zadluženosti klesla do doporučeného intervalu. Dlouhodobý trend hodnoty je téměř konstantní a nedochází k výraznějším odchylkám až na období poklesu

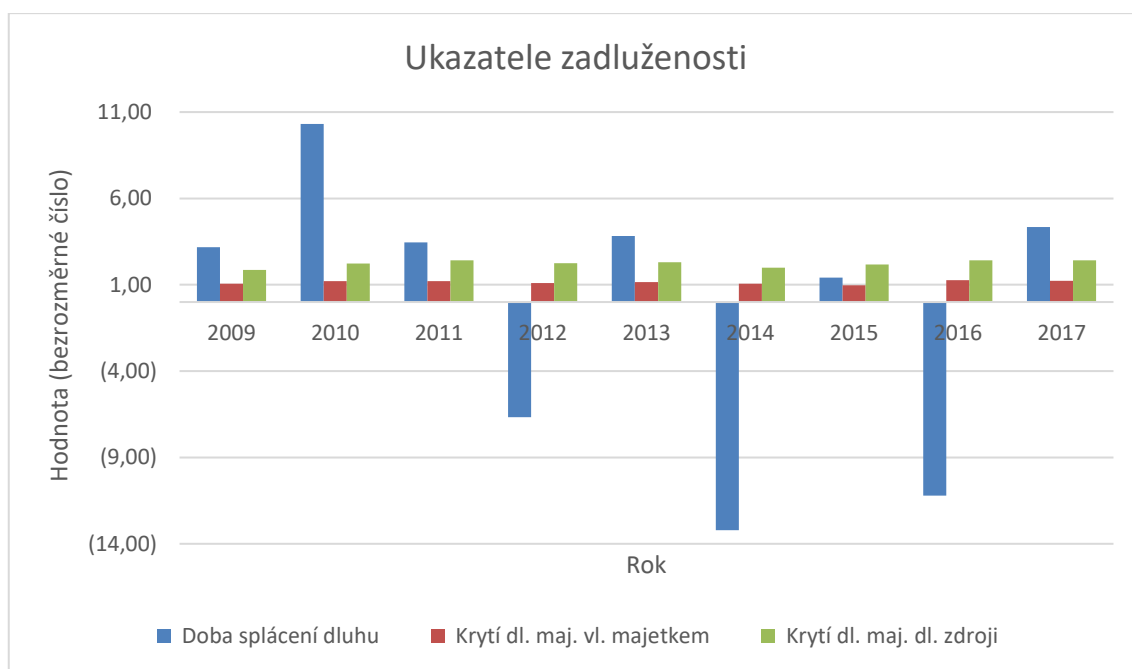
mezi roky 2015 a 2016, kdy došlo ke snížení peněžních prostředků na polovinu a snížení rezerv spolu se zaplacením většího objemu krátkodobých závazků.

Míra zadluženosti společnosti vykazovala také téměř neměnný trend a k velkému snížení došlo právě v roce 2016, kdy došlo k umoření větší části krátkodobých závazků z obchodní činnosti. V tomto roce také dosahovala míra zadluženosti nejnižší hodnoty, a to 143 %, ale následující období došlo opět k mírnému zvýšení o 31 %. V porovnání s rokem 2015 nebo 2010 došlo ke snížení o téměř polovinu.

Tabulka č. 6: Ukazatele zadluženosti (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty provedeny v systému Excel)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Úrokové krytí	74	196	101	156	4211	663	1103	5194	13326
Doba splácení dluhu	3,17	10,31	3,46	-6,66	3,82	-13,22	1,42	-11,21	4,34
Krytí dl. maj. vl. maj.	1,06	1,2	1,21	1,1	1,16	1,05	0,97	1,26	1,22
Krytí dl. maj. dl. zdroji.	1,87	2,22	2,41	2,25	2,31	1,99	2,17	2,41	2,41

Ukazatel úrokového krytí dosahuje po celé zkoumané období extrémních hodnot především z důvodu absence bankovních úvěrů. Společnosti vznikají nákladové úroky pouze z titulu pozdně placených krátkodobých závazků z obchodní činnosti, popřípadě závazků jim podobných. Doba splácení dluhu společnosti se pohybuje téměř střídavě v kladných, popřípadě záporných hodnotách z důvodu kladného, popřípadě záporného cash flow, které je obsaženo ve výpočtovém vzorci. Tento ukazatel je velice statický a říká, za jak dlouho společnost při nezměněné výši provozního cash flow dostojí svým závazkům. Uvažujme pouze kladné hodnoty, u kterých je důležitý klesající trend v průběhu času. Nejrychleji mohla společnost své závazky splatit v roce 2015, tedy ani ne do roka a půl. Poslední známý údaj odpovídá splacení dluhů společnosti v období do 58 měsíců (po zaokrouhlení).



Graf č. 5: Ukazatele zadluženosti (Zdroj: Vlastní zpracování, graf v systému Excel)

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem po celé analyzované období bylo vyšší než jedna, kromě roku 2015, kdy hodnota klesla lehce pod úroveň jedné. Hodnocená společnost z dlouhodobého hlediska dává přednost finanční stabilitě před výnosem, neboť veškerý dlouhodobý majetek je kryt vlastním kapitálem.

Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji po celé období dosahuje hodnoty větší než jedna, což značí konzervativní strategii financování dlouhodobého majetku a překapitalizovanost společnosti. Tento styl je bezpečnější a méně rizikový, ale na druhou stranu stojí společnost více nákladů, neboť financuje i svá krátkodobá aktiva dlouhodobými zdroji. Z analyzovaného období je vidět dlouhodobý trend v této strategii pokračovat i nadále. Nejnížší hodnota ukazatele byla v roce 2009, nejvyšší v roce 2016 a 2017, kdy naměřená hodnota byla shodná 2,41 a její překapitalizovanost byla v těchto obdobích nejvyšší.

2.4.5 Ukazatele aktivity

Jednotlivé hodnoty ukazatelů aktivity jsou uvedeny v tabulce č. 6 a graficky znázorněny v grafu č. 5 a 6.

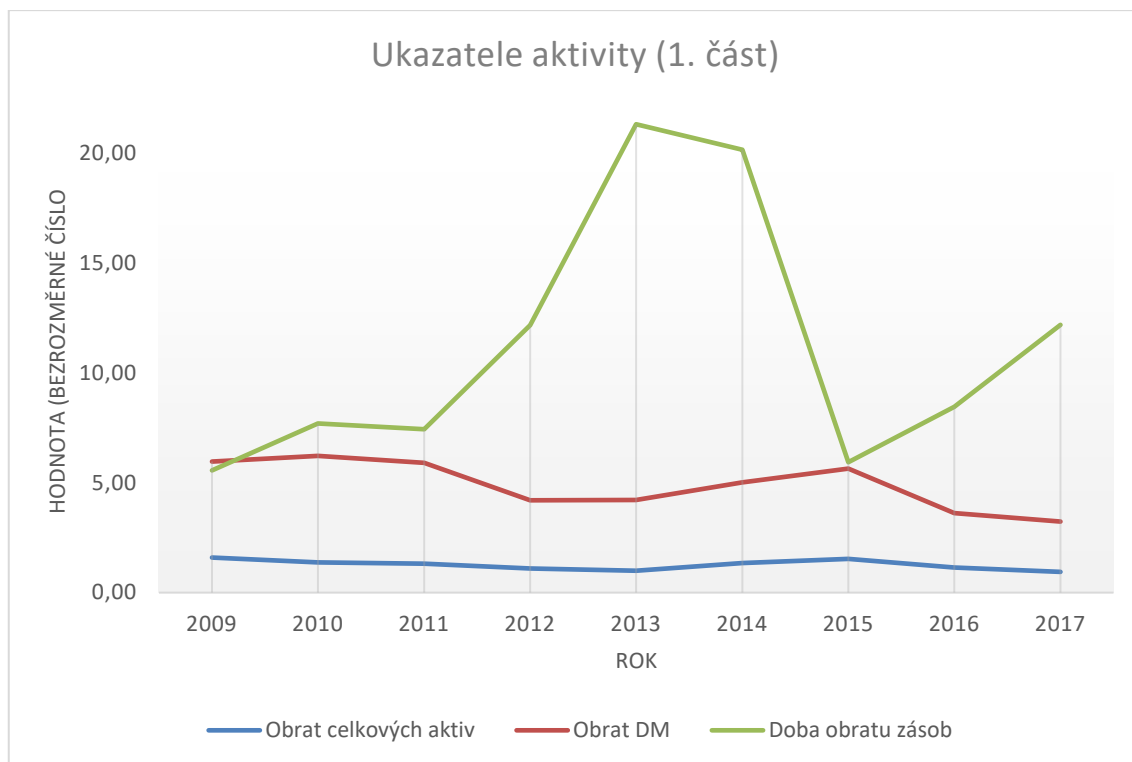
Tabulka č. 7: Ukazatele aktivity (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty provedeny v systému Excel)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat celkových aktiv	1,60	1,38	1,32	1,10	0,99	1,35	1,54	1,15	0,94
Obrat DM	5,96	6,22	5,90	4,21	4,22	5,02	5,65	3,62	3,23
Doba obratu zásob	5,56	7,70	7,43	12,17	21,31	20,15	5,93	8,45	12,19
Doba splatnosti pohledávek	100	122	107	184	209	147	123	177	248
Doba splatnosti závazků	120	142	140	152	182	132	102	115	133
Obrat zásob	65,65	47,43	49,14	30,00	17,13	18,11	61,53	43,18	29,95

Z dlouhodobého hlediska má obrat aktiv klesající trend, který není pro hodnocenou společnost zcela žádoucí. Doporučenou hodnotou, pod kterou by neměl tento ukazatel klesnout, je hodnota jedna. Pod doporučenou hodnotu byl ukazatel měřen v roce 2013 a 2017, kdy byl zcela nejnižší za sledované období. Nejvyšší hodnotu dosahoval ukazatel v roce 2009 a následně v roce 2015, kdy začal razantně klesat, primárně z důvodu klesajících tržeb. Ukazuje se, že společnost ne hospodaří se svými aktivy nejefektivněji.

Obrat dlouhodobého majetku je důležitým faktorem při zvažování investice do nového dlouhodobého majetku. V roce 2010 byl obrat dlouhodobého majetku na svém vrcholu a následoval jeho znatelný útlum v roce 2012. V roce 2015 nastal opět pomyslný vrchol obratu, ale následoval opět citelný pokles zapříčiněný klesajícími tržbami spolu s kontinuálními investicemi do nového dlouhodobého majetku. Tržby klesly od roku 2009 téměř o polovinu z 17,6 miliard Kč na 8,8 miliard Kč a hodnota dlouhodobého majetku se pohybovala okolo 2,7 miliard Kč.

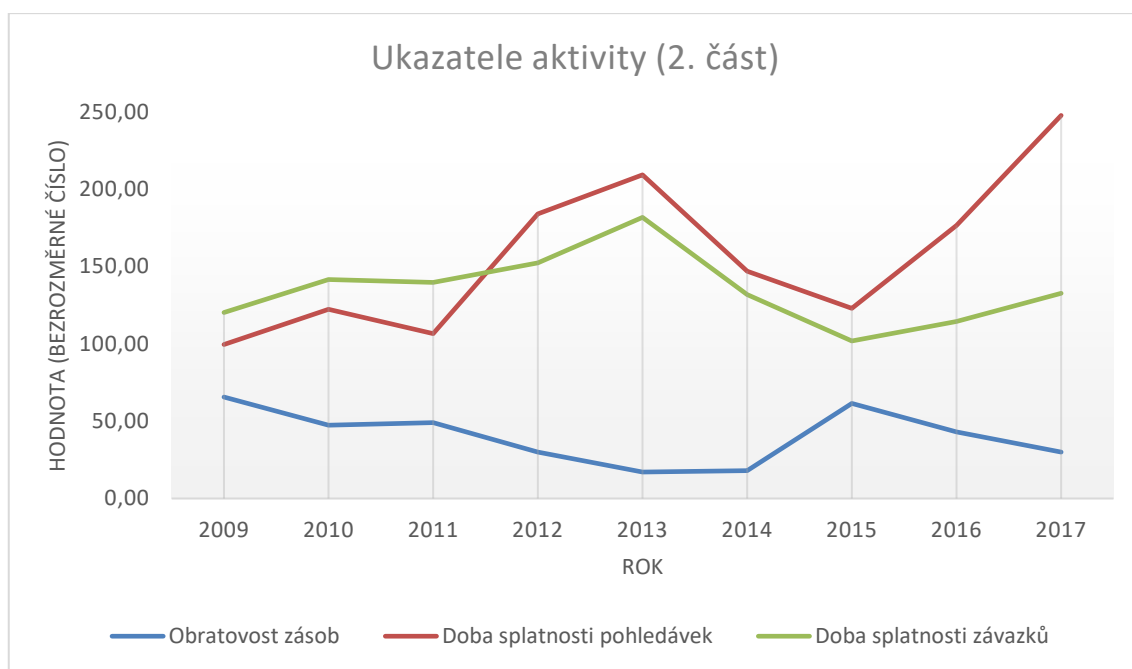
Doba obratu zásob vykazovala nejvyšší hodnotu v roce 2013 a 2014, kdy doba od jejich naskladnění až do jejich spotřebování nebo prodeje trvala přes 20 dnů. V tomto období hospodařila společnost se zásobami nejméně efektivně, kdy byly finanční prostředky neaktivně uloženy nejdéle. Nejefektivněji hodnocená společnost řídila zásoby v roce 2009 a 2015, kdy doba od naskladnění po spotřebování byla ani ne šest dní. Od roku 2015 nastává opět růst této doby mezi naskladněním a spotřebou nebo prodejem a tento růst není žádáný.



Graf č. 6: Ukazatele aktivity 1. část (Zdroj: Vlastní zpracování, graf v systému Excel)

Hodnoty ukazatele obratu zásob vypovídají inverzně a doplňkově, tedy čím vyšší hodnota, tím je pro společnost příznivější. V roce 2009 a 2015 společnost naskladnila a následně spotřebovala nebo prodala své zásoby za rok více jak 60krát. Naopak v roce 2013 a 2014 méně jak 19krát. Rostoucí trend je žádaný a společnost v roce 2016 a 2017 tento trend nenaplnila.

Doba splatnosti pohledávek hodnocené společnosti v dlouhodobém období roste. Nejnižší doba splacení pohledávek byla v roce 2009 (téměř 100 dní). Prvního většího vrcholu, který předcházel následnému snížení, dosáhl ukazatel v roce 2013 a následně klesal do roku 2015, od kterého ukazatel už jen rostl na hodnotu téměř 248 dnů v roce 2017. Hodnocená společnost v roce 2017 úvěrovala své dodavatele v průměru po období trvající 8 měsíců. Žádaným trendem je meziroční klesání této doby úhrady, které se nedaří společnosti naplňovat především z důvodu špatného nastavení a penalizování pozdního placení svých pohledávek odběrateli.



Graf č. 7: Ukazatele aktivity (Zdroj: Vlastní zpracování, graf v systému Excel)

Ukazatel doby splatnosti závazků ukazuje, po jakou dobu hodnocená společnost čerpá dodavatelský úvěr a jaká je její platební morálka. Do roku 2013 (182 dní) doba splacení závazků kontinuálně rostla a dosáhla nejvyšší hodnoty za sledované období. Od roku 2013 tato doba splatnosti závazků začala klesat do roku 2015 (102 dní), kdy začala opět nepatrně růst. Doba splatnosti závazků oceňované společnosti dosahuje od roku 2012 nižších hodnot, než je její doba splatnosti pohledávek. Doba splatnosti pohledávek a závazků se navzájem silně ovlivňují a mnohdy mají podobný rostoucí, popřípadě klesající trend. Tato skutečnost je znázorněna na grafu č. 6.

2.4.6 Ukazatele cashflow

Ukazatele na bázi cash flow uvedené v tabulce č. 7 (a graficky interpretované v grafu č. 7) jsou rozšiřujícím prvkem již dříve uvedených ukazatelů rentability a zadluženosti. Pro konstrukci ukazatele rentabilita aktiv, rentabilita tržeb a stupeň oddlužení z cash flow bylo použito pro výpočtový vzorec provozní cash flow. Druhá polovina byla konstruována za pomoci celkového cash flow. Výsledné hodnoty jsou uvedeny procentuálně, pouze doba splacení dluhů z cash flow vyjadřuje počet roků potřebných ke splacení. U těchto ukazatelů je však interpretační riziko, jelikož s velkou pravděpodobností dochází i k odlivu peněžních prostředků ze společnosti a tím pádem

i k záporné hodnotě cash flow. Z tohoto důvodu je potřeba hodnotit především jednotlivá období zvlášť, a ne jako celek. Záporná cash flow jsou zapříčiněna především zápůjčkami a úvěry spřízněným osobám, změnami stavu závazků a pohledávek a jejich časového rozlišení, změnami stavu opravných položek a rezerv. V neposlední řadě také výraznými meziročními rozdíly výsledku hospodaření.

Většinu sledovaného období dosahovalo celkové cash flow záporných hodnot, proto i ukazatel doby splacení dluhů z cash flow dosahuje z větší části záporných hodnot a pomyslně prodlužuje dobu splacení tohoto dluhu. Při uvažování kladných hodnot nejkratší doba pro splacení svých dluhů byla v roce 2009 na začátku sledovaného období a jen nepatrně vyšší v roce 2015.

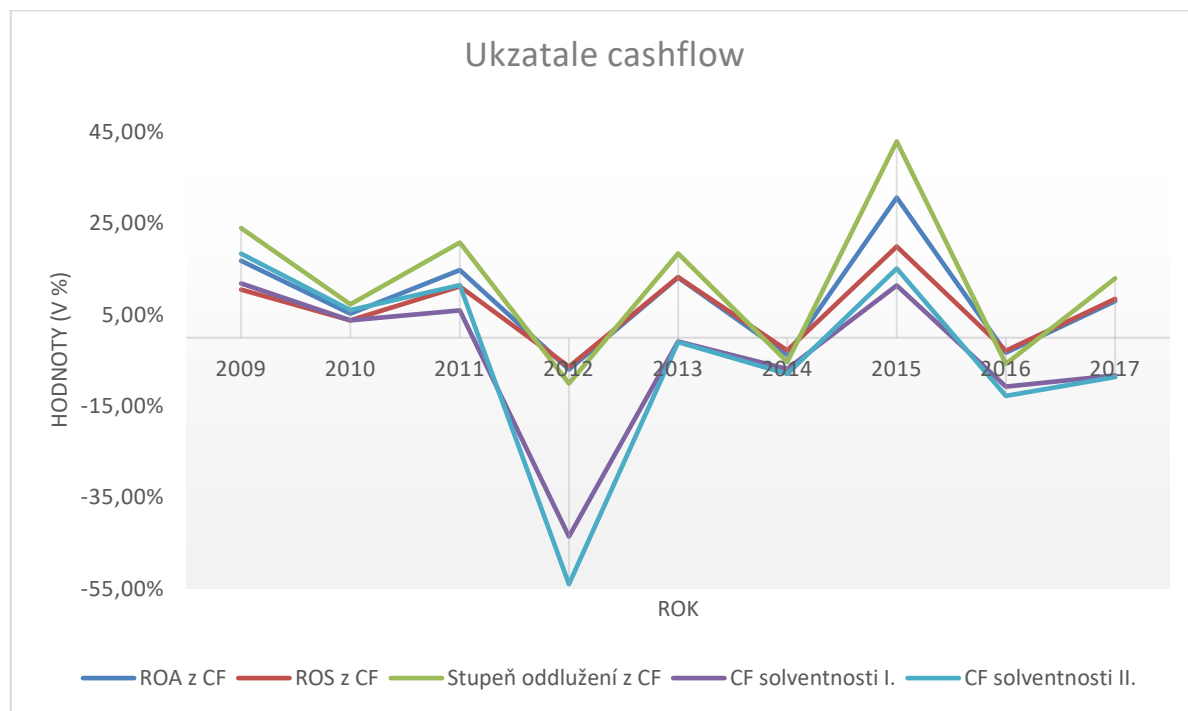
Tabulka č. 8: Ukazatele cash flow (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty v systému Excel)

	ROA z CF	ROS z CF	Stupeň oddlužení z CF	CF solventnosti I.	CF solventnosti II.	Doba splacení dluhů z CF
2009	16,83 %	10,54 %	23,98 %	11,87 %	18,38 %	8,42
2010	5,27 %	3,82 %	7,33 %	3,82 %	6,06 %	26,15
2011	14,81 %	11,22 %	20,81 %	5,97 %	11,47 %	16,74
2012	-6,97 %	-6,36 %	-10,02 %	-43,52 %	-53,95 %	-2,30
2013	13,16 %	13,23 %	18,47 %	-0,83 %	-1,00 %	-121,14
2014	-3,74 %	-2,77 %	-5,34 %	-6,84 %	-7,90 %	-14,61
2015	30,66 %	19,95 %	42,95 %	11,41 %	15,12 %	8,73
2016	-3,26 %	-2,84 %	-5,71 %	-10,71 %	-12,74 %	-9,33
2017	8,02 %	8,50 %	12,97 %	-8,28 %	-8,64 %	-12,08

Rentabilita aktiv z cash flow vyjadřuje, kolik procent z vložené koruny aktiv přineslo do společnosti peněžních prostředků. Největší příliv peněžních prostředků byl zaznamenán v roce 2015, 2009 a 2011. Nejméně úspěšným rokem byl rok 2012, který byl následován rokem 2014 a 2016. Rentabilita tržeb z cash flow vykazovala největší příliv peněžních prostředků na korunu tržeb v roce 2015 a 2013, naopak největší odliv peněžních prostředků na korunu tržeb byl v roce 2012 a 2016.

Doporučená hodnota stupně oddlužení z cash flow by se měla pohybovat v intervalu od 20 % do 30 %. Za sledované období společnost dosahovala doporučené hodnoty v roce 2009 a 2011, v roce 2013 této hodnoty téměř dosáhla. Největší hodnotu dosáhla

oceňovaná společnost v roce 2015, kdy přesáhla doporučený interval o 12,95 % a její finanční síla na vyrovnání cizího kapitálu vlastní silou byla nejvyšší. V průběhu celého sledovaného období má však ukazatel klesající tendenci, což však zatím neznamená horší finanční pozici. V absolutním vyjádření kladné roky (2009, 2010, 2011, 2013, 2015, 2017) dosahují řádově vyšších hodnot než roky záporné (2012, 2014, 2016) a ukazují relativně stabilní finanční pozici i přes klesající trend ukazatele. Tato skutečnost je i znázorněna v grafu č. 7.

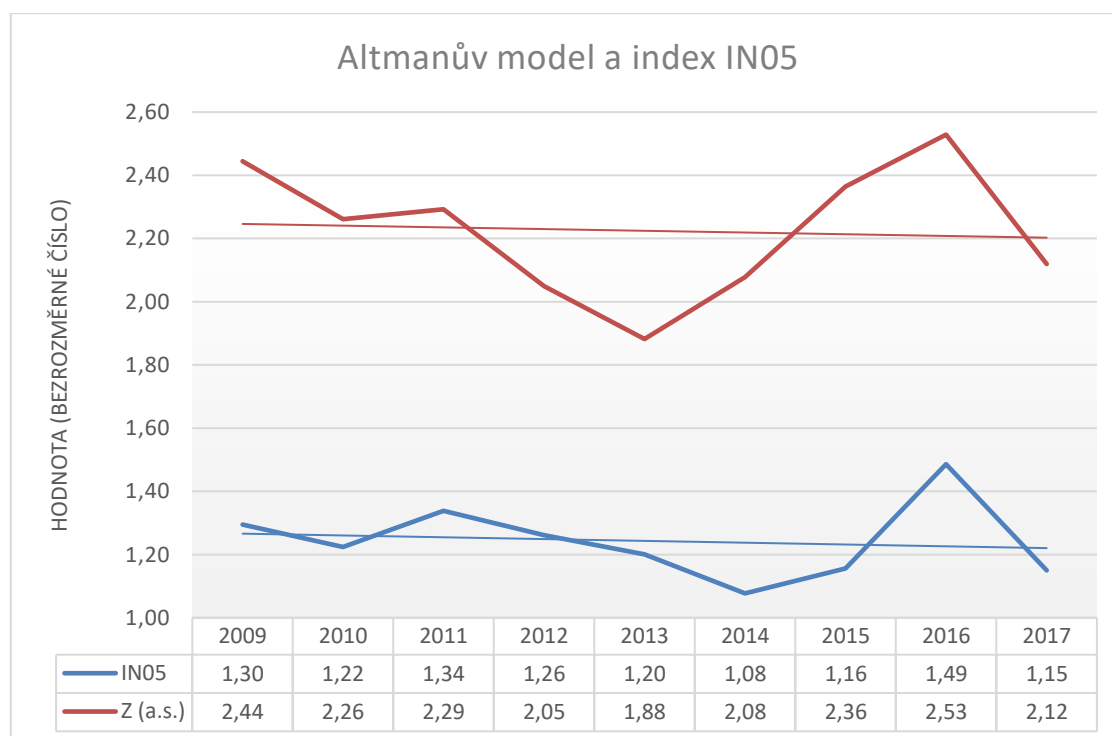


Graf č. 8: Ukazatele cash flow (Zdroj: Vlastní zpracování, graf v systému Excel)

Cash flow solventnosti prvního stupně má v podstatě totožný vývojový trend jako cash flow solventnosti druhého stupně, která pouze dosahuje vyšších hodnot (z důvodu odečtení hotovosti od cizích zdrojů). Nejvyšší solventnost dosahovala oceňovaná společnost v roce 2009 a 2015, naopak nejvyšší záporné (v porovnání s ostatními roky extrémní) minimum bylo v roce 2012. Tehdy celkové cash flow dosáhlo záporné hodnoty téměř tří miliard, což je oproti druhému nejnižšímu celkovému cash flow šestinásobek a hodnota cizích zdrojů se udržovala ve svém postupném klesajícím trendu.

2.4.7 Altmanův model a index IN05

Prvním sledovaným modelem je Altmanův model pro akciovou společnost v grafu č. 8 označen jako Z (a.s.). Od začátku sledovaného období vykazuje model klesající trend do roku 2013 a od tohoto roku opět roste do roku 2016, kdy dosahuje svého maxima a nejvíce se přibližuje k pásmu prosperity a uspokojivé finanční situaci. Mezi roky 2016 a 2017 je zaznamenán nejcitelnější propad především v položce rentabilitě aktiv a poměru tržeb a celkových aktiv. Společnost se po celou zkoumanou dobu pohybuje v horní části intervalu šedé zóny, která indikuje možný vývoj jak k bankrotu, tak i k prosperitě.



Graf č. 9: Altmanův model a index IN05 (Zdroj: Vlastní zpracování, graf a výpočty v systému Excel)

Druhým sledovaným modelem je index IN05 manželů Neumaierových. Nejvyšší hodnotu modelu dosáhla oceňovaná společnost v roce 2016 a nejnižší v roce 2014. Do roku 2014 tento model měl klesající trend. Mezi roky 2016 a 2017 model IN05 také zaznamenal výrazný pokles jako Altmanův model. Při konstrukci modelu byla využita doporučená úprava ukazatele úrokového krytí, kdy výsledek hospodaření před zdaněním v poměru s téměř nulovými nákladovými úroky dosahoval extrémních hodnot a byl nahrazen hodnotou 9. Díky této úpravě se vypovídací hodnota modelu výrazně zvýšila. Hodnocená společnost se pohybovala během sledovaného období tak jako u Altmanova modelu

v šedé zóně, kdy v roce 2014 se už významně přiblížila spodnímu intervalu bankrotu. Naopak nejvyšší hodnota v roce 2016 se výrazným způsobem přiblížila k hornímu intervalu tvorby hodnoty. Největším hybatelem hodnoty modelu v průběhu období byla rentabilita aktiv, která nejvíce vychylovala hodnotu během sledovaného období od dlouhodobého mírně klesajícího trendu.

2.4.8 Zhodnocení finanční analýzy

Vývoj rozdílového ukazatele čistého pracovního kapitálu je od roku 2014 příznivý, neboť ukazuje zvětšující se hodnotu oběžných aktiv, která nejsou vázána na krátkodobé závazky. Rostoucí trend je žádoucí i v budoucích obdobích.

Běžná likvidita vykazovala od roku 2014 rostoucí trend. Tento trend je dobré udržovat a sledovat, ale rozhodně by neměl přesáhnout doporučenou horní hodnotu 2,5, kdy už nevyužití oběžných aktiv ztrácí svůj smysl a vznikají náklady z nevyužití těchto aktiv. Můžou být alokována efektivněji a přinášet společnosti užitek. Pohotová likvidita se vyvíjela téměř totožně jako likvidita běžná. Při nutnosti okamžitého splacení svých závazků není nutné rozprodávat zásoby. Hodnoty nad doporučeným intervalem vysílají signál věřitelům (především dodavatelům), kteří nemusí mít strach o splacení svých pohledávek. Okamžitá likvidita se dostala v posledním sledovaném roce pod kritickou hodnotu intervalu, kdy může být ohrožena platební schopnost, ale nemusí. Tato velice nízká hodnota je způsobena koloběhem splacení pohledávek a závazků. Týká se především doby splatnosti pohledávek a závazků.

Všechny analyzované ukazatele rentability měly podobný rostoucí a klesající trend, a to především vlivem výsledku hospodaření, jehož vývoj byl nelineární. Pro společnost je důležité využívat veškeré vložené prostředky efektivně, což propad mezi rokem 2016 a 2017, popřípadě 2013 a 2014 tomuto trendu neodpovídá.

Zadluženost společnosti v minulém období byla vcelku vysoká nad doporučenou maximální hranicí. Tento jev však není pro oceňovanou společnost moc vážný, zvláště s přihlédnutím na povahu zaměření činnosti, tedy především pozemní a inženýrské stavitelství. V tomto odvětví je zcela běžná velká doba splatnosti pohledávek a závazků, především dlouhodobých. Správné řízení dlouhodobých a krátkodobých závazků je pro společnost klíčové a zajišťuje následnou stabilitu. Pozitivní jev je především absence

bankovních úvěrů, která přidává společnosti přidanou hodnotu. Společnost také kryje svůj dlouhodobý majetek výhradně vlastním kapitálem. Tato situace zaručuje finanční stabilitu. Především dlouhodobý majetek společnosti tvoří hodnotu a zisk. Při nutnosti splacení svých závazků nebude výrazně ohrožen provoz a tvorba hodnoty. Navíc dlouhodobý majetek je kryt dlouhodobými zdroji, což eliminuje zbytečný tlak na tvorbu hodnoty při méně úspěšném období, které může nastat především vlivem ekonomického cyklu.

Obrat aktiv vykazuje klesající trend a v roce 2017 klesl pod doporučenou hranici a tento stav není žádoucí. Největší vliv na pokles měl propad tržeb. Růst doby obratu zásob také není žádoucí, neboť tato krátkodobá aktiva jsou neefektivně využita a netvoří hodnotu. Velice důležitým ukazatelem je doba obratu závazků a pohledávek, která silně ovlivňuje peněžní tok ve společnosti. Silně rostoucí trend doby obratu pohledávek oproti nárůstu doby obratu závazků není žádoucí, pokračující trend by mohl vést až k druhotné platební neschopnosti.

Ukazatele na bázi cash flow jsou doplňkovými ukazateli a jsou ovlivněny, pokud peníze do společnosti přicházejí nebo odcházejí, tím je i omezena vypovídací hodnota, kdy například investovaná aktiva odnášejí ze společnosti peněžní prostředky. Při záporných hodnotách stupně oddlužení z cash flow se společnosti poměr vlastního a cizího kapitálu prohlubuje. V doporučeném intervalu se společnost po většinu sledované doby nenacházela, ale celková hodnota kladných hodnot oproti záporným je příznivá. Velkým nedostatkem těchto ukazatelů je nestálost peněžního toku, který má u oceňované společnosti velké meziroční výkyvy.

Bonitní a bankrotní model při vyrovnaní trendu vykazoval mírně klesající trend, tedy v dlouhém období při neměnné situaci hrozí společnosti bankrot. Nejvíce vývoj ovlivňovala rentabilita aktiv, která v posledním minulém sledovaném období měla klesající trend. Vzhledem k velikosti společnosti je však možnost bankrotu mizivá, neboť její ekonomická síla a možnost využití svého potenciálu je rozmanitá.

Na základě strategické a finanční analýzy lze konstatovat, že společnost je finančně zdravá a předpokládá se její neomezené trvání do budoucna.

2.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Před zahájením samotného ocenění je nezbytné rozdělit aktiva, která jsou provozně potřebná a která nejsou provozně potřebná. Ta aktiva, které jsou provozně nepotřebná, je nutné vyloučit.

2.5.1 Krátkodobý finanční majetek

V roce 2009 až 2011 vlastnila společnost krátkodobé depozitní směnky vystavené českými komerčními bankami, které měly charakter strategické rezervy, a proto jsou klasifikovány jako provozně nepotřebné aktivum a jsou z bilanční sumy vyjmuty. Maximální úroveň likvidity je stanovena podle doporučené hodnoty 0,2 (20 %). Kromě roku 2009 a 2017 je nutné hodnotu krátkodobého finančního majetku upravit na maximální doporučenou úroveň. Tyto úpravy jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tabulka č. 9: Úprava krátkodobého finančního majetku (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty v systému Excel)

(v TCZK)	Krátkodobý finanční majetek	Krátkodobé cenné papíry	Krátkodobé závazky	Okamžitá likvidita	Provozně nutná likvidita	Provozně nutný kr. fin. maj.
2009	2 740 405	2 288 046	5 352 772	8,45 %	20,00 %	452 359
2010	3 597 354	1 701 277	6 678 447	28,39 %	20,00 %	1 335 689
2011	4 109 613	2 764 404	5 355 433	25,12 %	20,00 %	1 071 087
2012	1 264 881	0	3 716 119	34,04 %	20,00 %	743 224
2013	1 207 676	0	4 279 121	28,22 %	20,00 %	855 824
2014	798 682	0	3 835 989	20,82 %	20,00 %	767 198
2015	1 495 252	0	3 318 168	45,06 %	20,00 %	663 634
2016	714 395	0	2 534 080	28,19 %	20,00 %	506 816
2017	237 084	0	2 879 207	8,23 %	20,00 %	237 084

2.5.2 Dlouhodobý finanční majetek

Veškeré dlouhodobé podíly a ostatní cenné papíry souvisejí s hlavní činností společnosti a přinášejí do společnosti výnosy. Propojení těchto osob má dodavatelský charakter. Žádný evidovaný dlouhodobý finanční majetek oceňované společnosti není investován za účelem dočasného uložení finančních prostředků.

2.5.3 Provozně potřebný investovaný kapitál

Předposledním krokem v rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je identifikování provozně potřebného a nepotřebného investovaného kapitálu. Propočet provozně potřebného investovaného kapitálu je uveden v příloze č. 4. V následující tabulce jsou pouze výsledné hodnoty. Provozně nutný hmotný dlouhodobý majetek je společností odhadován za sledované období v průměrné výši 6 % z hodnoty dlouhodobého hmotného majetku z důvodu maximální nevyužitelnosti při dosavadní úrovni kapacit zakázek.

Tabulka č. 10: Výsledné hodnoty propočtu provozně potřebného inv. kapitálu (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty v software Excel)

(v TCZK)	Dlouhodobý majetek provozně nutný	Provozně nutný krátkodobý finanční majetek	Investovaný kapitál provozně nutný
2009	2 872 717	452 359	2 096 342
2010	2 913 198	1 335 689	3 355 609
2011	2 616 517	1 071 087	2 143 547
2012	2 382 430	743 224	4 206 705
2013	2 238 436	855 824	4 194 696
2014	2 240 920	767 198	3 634 237
2015	2 271 769	663 634	3 525 323
2016	2 427 209	506 816	4 253 015
2017	2 640 447	237 084	5 513 870

2.5.4 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Posledním krokem této části je stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření. Odpisy dlouhodobého majetku jsou v propočtové tabulce jako rozdíl mezi odpisy v původní výši a hodnotou odpisů v poměru k provozně nutnému dlouhodobému majetku. Záporný provozní výsledek hospodaření v roce 2014, 2015 a 2017 je způsoben nelineárním zvýšením výkonové spotřeby v porovnání se sumou výkonů.

Tabulka č. 11: Propočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočty v software Excel)

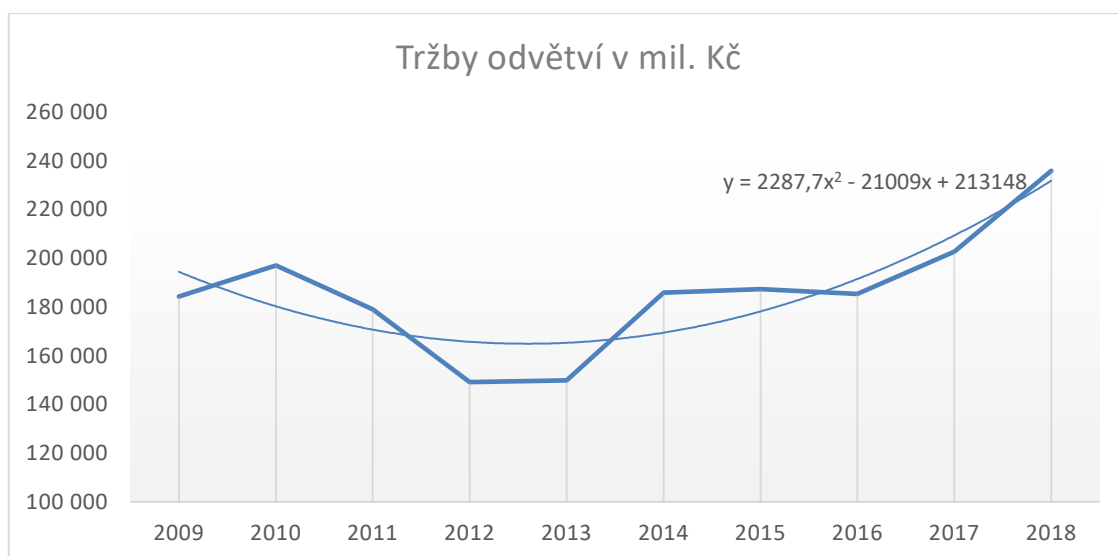
(v TCZK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní VH	623 059	804 603	617 160	154 694	94 116	-140 653	-149 996	118 149	-366 157
Tržby z prodeje DHM	41 040	20 096	61 846	111 132	51 954	95 235	79 039	37 431	20 374
Zůstatková cena prod. DHM	1 624	2 550	20 182	32 042	22 686	63 669	53 651	622	7 480
Tržby prodeje materiálu	21 986	36 142	31 004	36 866	37 581	55 452	55 579	35 439	72 035
Zůstatková cena prod. materiálu	10 684	22 101	15 618	36 085	15 398	41 679	50 828	17 271	65 115
Rozdíl hodnoty odpisů DHM	19 532	20 841	18 759	15 705	11 459	9 780	7 172	9 264	9 985
Výnosy z DFM	166 686	94 550	417 847	569 224	628 553	379 549	444 088	825 500	825 500
Korigovaný provozní VH	719 495	846 725	959 198	628 342	659 759	183 777	256 781	879 408	429 544
KPVH před odpisy	1 045 113	1 194 233	1 272 141	890 150	850 813	346 838	395 377	1 033 804	601 745
Tempo růstu		14,3 %	6,5 %	-30 %	-4,4 %	-59,2 %	14 %	161,5 %	-41,8 %
Průměrné tempo růstu		7,6 %							

2.6 Analýza generátorů hodnoty

V následující části jsou uvedeny generátory hodnoty, které velkou měrou ovlivňují výsledné stanovení hodnoty společnosti. Každý z generátorů je analyzován za období od roku 2009 do roku 2017 a následná prognóza je vyčíslena pro období od roku 2018 do roku 2021.

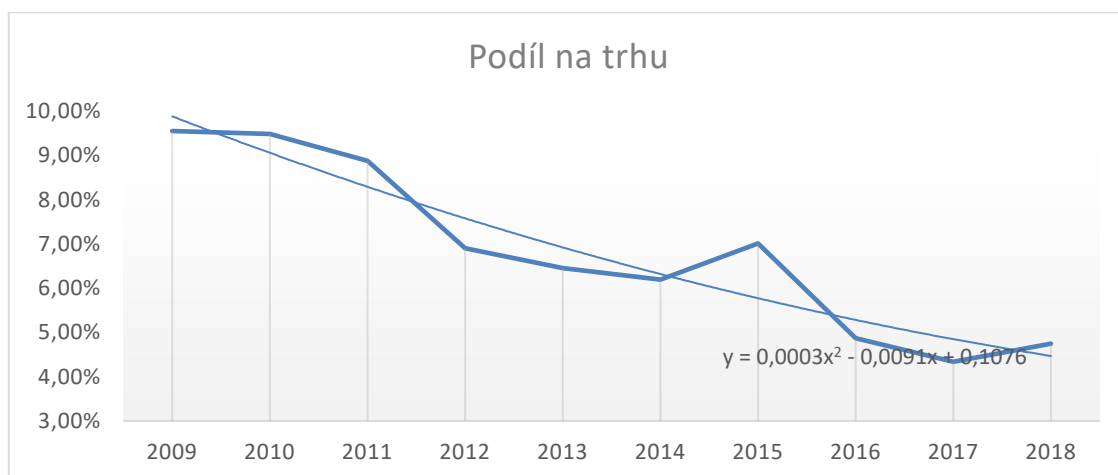
2.6.1 Tržby

Prognóza tempa růstu tržeb je založena na prognóze růstu tržeb relevantního odvětví pozemního a inženýrského stavitelství. Zdrojovými daty byly údaje z českého statistického úřadu (21). Tržby v odvětví pro následující období jsou vyrovnány pomocí polynomu druhého stupně (graf č. 10).



Graf č. 10: Tržby v odvětví vyrovnané polynomem druhého stupně (Zdroj: Vlastní zpracování, graf a výpočet v software Excel)

Podíl společnosti na trhu pro budoucí období je také vyrovnán polynomem druhého stupně (graf č. 11).



Graf č. 11: Podíl na trhu oceňované společnosti (Zdroj: Vlastní zpracování, graf a výpočet v software Excel)

Hodnoty prognózy jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka č. 12: Prognóza vývoje tržeb (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Rok	Tržby odvětví v mil. Kč	Tempo růstu tržeb v odvětví	Podíl na trhu	Tržby oceňované společnosti v mil. Kč	Tempo růstu tržeb oceňované společnosti	Průměrné tempo růstu tržeb společnosti
2009	184 298	-	9,55 %	17 604		-6,35 %
2010	197 109	6,95 %	9,48 %	18 693	6,19 %	
2011	179 107	-9,13 %	8,88 %	15 901	-14,94 %	
2012	149 157	-16,72 %	6,90 %	10 295	-35,25 %	
2013	149 853	0,47 %	6,46 %	9 675	-6,03 %	
2014	185 872	24,04 %	6,20 %	11 515	19,03 %	
2015	187 322	0,78 %	7,01 %	13 139	14,10 %	
2016	185 399	-1,03 %	4,87 %	9 022	-31,33 %	
2017	202 730	9,35 %	4,34 %	8 793	-2,55 %	
2018	235 887	16,36 %	4,75 %	11 193	27,30 %	10,83 %
2019	258 861	9,74 %	4,38 %	11 338	1,29 %	
2020	290 469	12,21 %	4,16 %	12 084	6,57 %	
2021	326 652	12,46 %	4,00 %	13 066	8,13 %	

2.6.2 Provozní zisková marže

Pro výpočet provozní ziskové marže byla využita metoda shora. Pro výpočet ziskové marže shora se nejdříve stanoví korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a zdaněním, ze kterého se vyvodí zisková marže. Postup výpočtu je uveden v následující tabulce. Pro první budoucí hodnotu korigovaného výsledku hospodaření před daní a odpisy byla využita regresní analýza a polynomický trend třetího stupně. Zbylé budoucí období je určeno na základě expertního odhadu z výsledků strategické analýzy. Meziroční růst je odhadován o 22 %, 13 % a 4 %. Toto zpomalení je zdůvodněné zpomalováním ekonomiky, příchodem další ekonomické krize a snižováním vládních výdajů na pozemní a inženýrské stavitelství. Vývoj trendu tržeb v odvětví je sice rostoucí, ale je nutné uvažovat i tyto důležité další faktory, se kterými statistické predikce ne vždy počítají. Ziskovou marži zdola nebylo možné bohužel kvůli nedostatku interních dat určit. Pokud by se k tomuto kroku přikročilo, marže určená metodou zdola by neměla optimální vypovídací hodnotu.

Tabulka č. 13: Propočet ziskové marže (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

(v TCZK)	Tržby	KPVH před odpisy	Zisková marže v %	Tempo růstu	Průměrné tempo růstu
2009	17 604 060	1 045 113	5,94 %		7,6 %
2010	18 693 237	1 194 233	6,39 %	14,27 %	
2011	15 900 700	1 272 141	8,00 %	6,52 %	
2012	10 294 999	890 150	8,65 %	-30,03 %	
2013	9 674 517	850 913	8,79 %	-4,42 %	
2014	11 515 344	346 838	3,01 %	-59,23 %	
2015	13 139 041	395 377	3,01 %	13,99 %	
2016	9 022 296	1 033 804	11,46 %	161,47 %	
2017	8 792 623	601 745	6,84 %	-41,79 %	38,58 %
2018	11 193 187	1 295 748	11,58 %	115,33 %	
2019	11 338 100	1 580 812	13,94 %	22,00 %	
2020	12 083 500	1 786 318	14,78 %	13,00 %	
2021	13 066 090	185 770	14,22 %	4,00 %	

2.6.3 Pracovní kapitál

Pro položky pracovního kapitálu jako jsou zásoby, krátkodobé pohledávky a zásoby, je stanoven obrat za rok, který poslouží pro následnou prognózu budoucího vývoje.

Tabulka č. 14: Prognóza a propočet pracovního kapitálu – část první (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

(v TCZK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	17 604 060	18 693 237	15 900 700	10 294 999	9 674 517	11 515 344	13 139 041
Zásoby	265 164	394 124	323 612	343 179	564 833	635 761	213 531
Krátkodobé pohledávky	3 824 395	5 379 700	3 485 357	4 538 675	4 947 666	3 865 934	3 854 865
Ostatní aktiva (časové rozlišení)	203 476	197 649	214 374	70 258	31 184	95 005	19 870
Krátkodobé závazky	5 352 772	6 678 447	5 355 433	3 716 119	4 279 121	3 835 989	3 318 168
Ostatní pasiva (časové rozlišení)	168 997	186 305	211 966	154 942	164 126	134 592	180 177
Provozně nutný kr. fin. majetek	452 359	1 335 689	1 071 087	743 224	855 824	767 198	663 634
Upravený pracovní kapitál	-776 375	442 410	-472 969	1 824 275	1 956 260	1 393 317	1 253 555
Koef. náročnosti růstu tržeb	-4,41 %	2,37 %	-2,97 %	17,72 %	20,22 %	12,10 %	9,54 %
Průměrný koef. náročnosti růstu tržeb	-41,42 %						
Obrat zásob	5,56	7,70	7,43	12,17	21,31	20,15	5,93
Obrat kr. pohl.	78,21	103,60	78,91	158,71	184,11	120,86	105,62
Obrat kr. záv	109,46	128,62	121,25	129,95	159,23	119,92	90,92

Provozně nutný finanční majetek již byl stanoven v této práci na úroveň 20 % k výši krátkodobých závazků. Časové rozlišení aktiv a pasiv bude v budoucím období každoročně růst o 10,83 % víc, než je loňská hodnota, tak jako průměrný růst tržeb v budoucím období. Obrat zásob by chtěla společnost udržovat pod úrovní 12,5 dne, a každoročně tuto dobu zkracovat o alespoň jeden a čtvrt dne. Obrat krátkodobých pohledávek by měl díky zlepšené politice vymáhání pohledávek začít opět klesat, a to rychleji než obrat krátkodobých závazků. Meziroční pokles je plánován o 8,5 % loňské hodnoty pohledávek a snižování závazků díky vysoké hodnotě pohledávek o 9,25 % ročně.

Tabulka č. 15: Prognóza a propočet pracovního kapitálu – část druhá (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

(v TCZK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby	9 022 296	8 792 623	11 193 187	11 338 100	12 083 500	13 066 090
Zásoby	208 943	293 612	388 652	354 316	335 653	317 579
Krátkodobé pohledávky	3 858 637	5 442 902	6 339 966	5 876 172	5 730 178	5 669 465
Ostatní aktiva (časové rozlišení)	15 671	20 174	22 359	24 780	27 464	30 438
Krátkodobé závazky	2 534 080	2 879 207	3 326 250	3 057 652	2 957 243	2 901 928
Ostatní pasiva (časové rozlišení)	230 181	241 142	267 258	296 202	328 280	363 833
Provozně nutný kr. fin. majetek	506 816	237 084	665 250	611 530	591 449	580 386
Upravený pracovní kapitál	1 825 806	2 873 423	3 822 720	3 512 945	3 399 219	3 332 107
Koef. náročnosti růstu tržeb	20,24 %	32,68 %	34,15 %	30,98 %	28,13 %	25,50 %
Průměrný koef. náročnosti růstu tržeb			10,73 %			
Obrat zásob	8,45	12,19	12,50	11,25	10,00	8,75
Obrat kr. pohl.	153,96	222,85	203,91	186,58	170,72	156,21
Obrat kr. záv.	101,11	117,88	106,98	97,08	88,10	79,95

2.6.4 Investice do dlouhodobého majetku

Tento generátor hodnoty je poslední a nejnáročnější z pohledu určení. Pro společnost je důležité, zda si investice na sebe dokáže vydělat, proto je tento generátor hodnoty nejdůležitější. Největší zastoupení má ve společnosti dlouhodobý finanční majetek tvořený podíly v ovládaných osobách a dlouhodobý hmotný majetek, který je tvořen

převážně stavebními stroji a nákladními dopravními prostředky převážně k přepravě stavebního materiálu. Dlouhodobý nehmotný majetek tvoří v poměru k celkovému dlouhodobému majetku jen symbolickou část. Pro výpočet bude využit globální přístup, jelikož investice především do vozového a strojového inventáře jsou kontinuální. V čitateli je využita varianta netto hodnoty, neboť brutto hodnota u dlouhodobého hmotného majetku koeficient náročnosti extrémně zkresluje do záporných hodnot vlivem vysoké hodnoty odpisů během celého sledovaného období a propadem tržeb mezi roky 2009 a 2017 o téměř 50 % (-8 811 437 TCZK).

Tabulka č. 16: Investice do dlouhodobého majetku – první část (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Dlouhodobý majetek (v TCZK)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav ke konci roku	2 952 200	3 004 995	2 694 008	2 447 887	2 294 770	2 293 874	2 327 209
Odpisy	325 618	347 508	312 796	261 808	191 054	163 061	138 596
Investice netto	0	52 795	-310 987	-246 121	-153 117	-896	33 335
Investice brutto	0	400 303	1 809	15 687	37 937	162 165	171 931
Investiční náročnost	2,64 %						

Plánové investice a odpisy dlouhodobého majetku jsou vyčísleny souhrnně v následující tabulce a podrobně v příloze č. 5. Investice do dlouhodobého nehmotného majetku se plánují v podobné úrovni, jako tomu bylo do roku 2017. Investice do dlouhodobého hmotného majetku jsou plánovány v celkové netto hodnotě o objemu 152 361 TCZK a do dlouhodobého finančního majetku (zvyšování podílů v ovládaných osobách dodavatelského charakteru) o objemu 235 031 TCZK. Do dlouhodobého nehmotného majetku je plánovaná investice v netto hodnotě 28 TCZK. Přírůstek tržeb mezi roky 2017 a 2021 je plánován v hodnotě 4 273 467 TCZK.

Tabulka č. 17: Investice do dlouhodobého majetku – druhá část (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Dlouhodobý majetek (v TCZK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stav ke konci roku	2 491 278	2 719 828	2 925 680	3 115 877	3 162 605	3 107 248
Odpisy	154 396	166 416	124 810	150 650	152 908	150 320
Investice netto	164 069	228 550	205 852	190 198	46 727	- 55 357
Investice brutto	2 805 219	2 916 082	3 225 615	3 338 357	3 238 400	3 078 640
Investiční náročnost	2,64 %		14,41 %			

2.6.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Nyní je možné předběžně ocenit společnost s pomocí jednotlivých generátorů hodnoty, kterými jsou tempo růstu tržeb, zisková marže po odpisech a dani, náročnost růstu tržeb na růst pracovního kapitálu, dlouhodobého majetku a investice netto celkem. Nejdříve je potřeba stanovit průměrnou ziskovou marži po odpisech a daních, která je propočtena v následující tabulce.

Tabulka č. 18: Propočet průměrné ziskové marže (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

	2018	2019	2020	2021
Zisková marže před odpisy	11,58 %	13,94 %	14,78 %	14,22 %
Podíl odpisů na tržbách	1,12 %	1,33 %	1,27 %	1,15 %
Zisková marže po odpisech	10,46 %	12,61 %	13,51 %	13,07 %
Sazba daně	19,00 %	19,00 %	19,00 %	19,00 %
Zisková marže po dani	8,48 %	10,22 %	10,95 %	10,59 %
Průměrná zisková marže po odpisech a daních	10,06 %			

Náročnost je dána podílem rozdílů přírůstku jedné z těchto tří položek za období od roku 2017 až 2021 a přírůstkem tržeb za stejné období. Hodnota podniku oceněná pomocí generátorů hodnoty bude ve třech variantách, a to běžné, optimistické a pesimistické. Kalkulovaná úroková míra je předběžně stanovena na úrovni 17 %. Výsledná hodnota je uvažována za předpokladu nekonečného trvání. K výpočtu je užit vzorec, který byl uveden v teoretické části této práce. V následující tabulce je propočtena hodnota společnosti k 31. 12. 2018, která v běžné variantě činí 13 301 597 TCZK.

Tabulka č. 19: Stanovení hodnoty na základě generátorů hodnoty (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

	Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	8,66 %	10,83 %	13,00 %
Zisková marže po odpisech a po dani	8,05 %	10,06 %	15,09 %
Náročnost růstu tržeb na růst pracovního kapitálu	10,19 %	10,73 %	13,41 %
Náročnost růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku	12,97 %	14,41 %	16,57 %
Náročnost růstu tržeb na investice netto celkem	23,16 %	25,14 %	29,98 %
Kalkulovaná úroková míra	19,00 %	17,00 %	17,00 %
Hodnota k 31. 12. 2018	5 354 974	13 301 597	43 500 965

2.7 Sestavení finančního plánu

Pro budoucí období je vypracován finanční plán ve zkráceném rozsahu, který je pro potřeby práce dostatečný. Finanční plán je sestaven z plánu rozvahy, výsledovky a peněžních toků.

Tabulka č. 20: Plánovaná výsledovka (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Plánovaná výsledovka (v TCZK)	2017	2018	2019	2020	2021
Výkony	8 608 865	10 959 259	11 101 144	11 830 966	12 793 020
Tržby za vlastní výrobky a služby	8 792 623	11 193 187	11 338 100	12 083 500	13 066 090
Výkonová spotřeba	7 532 409	9 714 704	9 552 220	10 222 584	11 225 672
Přidaná hodnota	1 260 214	1 478 483	1 785 880	1 860 916	1 840 418
Osobní náklady	1 305 190	1 173 011	1 320 219	1 407 014	1 521 428
Daně a poplatky	22 007	25 343	25 671	27 359	29 583
Odpisy	172 201	174 733	186 096	188 885	185 578
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	825 500	990 600	1 188 720	1 426 464	1 569 110
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	-26 986	-25 019	47 898	66 689	747
Korigovaný provozní VH	601 745	1 295 748	1 580 812	1 786 318	1 857 770
Nákladové úroky	31	29	28	27	25
Výnosové úroky	466	1 185	4 825	6 002	6 161
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	475 851	380 681	456 817	493 362	641 371
Celkový výsledek hospodaření před daní	413 095	495 714	594 857	713 828	856 594
Daň	-62 756	94 186	68 568	59 334	47 846
VH za účetní období po dani	475 851	401 528	526 289	654 494	808 748

Tabulka č. 21: Plánovaná rozvaha (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Plánovaná rozvaha (v TCZK)	2017	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	9 323 520	10 504 820	10 691 192	11 132 441	11 619 080
Dlouhodobý majetek	2 719 828	2 925 680	3 115 877	3 162 605	3 107 248
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	20	50	40	28
Dlouhodobý hmotný majetek	1 323 024	1 389 175	1 479 472	1 501 664	1 475 385
Pozemky	96 965	96 965	96 965	96 965	96 965
Stavby	322 142	283 874	245 605	207 337	169 068
Samostatné movité věci	658 662	775 344	903 909	964 370	976 359
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	225 395	214 125	214 125	214 125	214 125

Poskytnuté zálohy na dlouhodobý HM	19 860	18 867	18 867	18 867	18 867
Dlouhodobý finanční majetek	1 396 804	1 536 484	1 636 356	1 660 901	1 631 835
Oběžná aktiva	6 583 518	7 579 140	7 575 315	7 969 836	8 511 832
Zásoby	293 612	388 652	354 316	335 653	317 579
Pohledávky	6 052 822	6 506 073	6 590 304	7 023 570	7 594 703
Krátkodobý finanční majetek	237 084	665 250	611 530	591 449	580 386
Časové rozlišení	20 174	19 165	19 165	19 165	19 165
PASIVA CELKEM	9 323 520	10 504 820	10 691 192	11 132 441	11 619 080
Vlastní kapitál	3 318 192	3 734 580	4 196 509	4 617 031	5 024 233
Základní kapitál	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200
Fondy ze zisku	74 296	112 948	129 806	144 422	157 069
Zákonný rezervní fond	0	23 793	40 651	55 267	67 914
Statutární a ostatní fondy	74 296	89 155	89 155	89 155	89 155
Výsledek hospodaření minulých let	1 381 845	1 833 903	2 154 214	2 431 914	2 672 216
Výsledek hospodaření běžného účetního období	475 851	401 528	526 289	654 494	808 748
Cizí zdroje	5 764 186	6 770 240	6 494 683	6 515 411	6 594 847
Rezervy	2 523 114	2 724 963	2 573 576	2 522 105	2 418 698
Dlouhodobé závazky	361 865	470 425	611 552	795 017	1 033 523
Krátkodobé závazky	2 879 207	3 326 250	3 057 652	2 957 243	2 901 928
Časové rozlišení	241 142	248 603	251 903	241 045	240 698

Tabulka č. 22: Plánovaný peněžní tok (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Plánovaný CF (v TCZK)	2017	2018	2019	2020	2021
Stav peněžních prostředků na počátku období	714 395	237 084	965 089	1 200 419	1 232 275
Odpisy dlouhodobého majetku	172 201	174 733	186 096	188 885	185 578
Změna zůstatků rezerv	906 108	-201 849	151 387	51 472	103 406
Změna stavu pohledávek	-1 624 819	-453 251	-84 231	-433 266	-571 133
Změna stavu krátkodobých závazků	345 127	-447 043	268 598	100 408	55 316
Změna stavu zásob	-84 669	-95 040	34 337	18 663	18 074
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	-925 474	-785 366	1 521 276	1 126 581	1 023 515
Nabytí dlouhodobého majetku	-205 852	-174 733	-174 733	-174 733	-174 733
Nákladové úroky	-31	-29	-28	-27	-25
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	825 500	990 600	1 188 720	1 426 464	1 569 110
Výnosové úroky	466	1 185	4 825	6 002	6 161
Nabytí dlouhodobého finančního majetku	26 657	-139 680	-139 680	-139 680	-139 680
Stav peněžních prostředků na konci období	237 084	665 250	611 530	591 449	580 386

2.8 Ocenění na základě metody diskontovaného cash flow entity

Ocenění společnosti je prováděno k 1. 1. 2018 za předpokladu neomezeného trvání společnosti.

2.8.1 Diskontní míra – WACC

Pro potřeby práce bylo zvoleno stanovení diskontní míry metodou vážených průměrných nákladů na kapitál. Tato diskontní míra bude využita i při stanovení hodnoty společnosti pomocí ekonomické přidané hodnoty. Úročeny jsou pouze závazky po splatnosti. Vnitropodnikové úvěry úročeny nejsou. Celkový úročený cizí kapitál je 228 765 TCZK. Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny s pomocí poměrového ukazatele úrokového krytí, který díky absenci bankovních úvěrů dosahuje hodnoty v řádu tisíců – a uvažujeme přírážku 0,75 % k výsledné hodnotě nákladů na cizí kapitál. Tato hodnota je určena podle rizikové přírážky ratingu A. Damodarana. Hodnoty jsou dostupné online pod bodem 22 v seznamu použitých zdrojů. Bezriziková výnosová míra státních dluhopisů s dobou splatnosti dvou let je 1,68 %, dostupné online pod bodem 23 v seznamu použitých zdrojů. Výsledné náklady na cizí kapitál jsou 2,43 %.

$$r_d = 0,75 + 1,68$$

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny pomocí metody CAMP. Podle Damodarana je riziková přírážka pro Českou republiku 6,94 %, Beta koeficient přepočtený pro českou oceňovanou stavební společnost je 1,15 %. Výnosnost desetiletých státních dluhopisů České republiky (bezrizikový výnos) je 1,82 %. Dále uvažujeme rizikovou přírážku za velikost společnosti 0,5 % a rizikovou přírážku za požadovanou likviditu 1,5 %. Náklady na vlastní kapitál jsou po propočtu metodou CAMP 9,69 %. Výsledné průměrné vážené náklady na kapitál jsou 9,1883 %. Poměr cizích úročených zdrojů, resp. vlastního kapitálu na celkový (úročený) kapitál je 6,45 %, resp. 93,55 %.

$$r_e = 1,82 + 1,15 * (6,94 - 1,82)$$

$$\text{WACC (\%)} = 2,43 * (1 - 0,19) * \frac{228\,765}{3\,546\,957} + 9,69 * \frac{3\,318\,192}{3\,546\,957} = 9,1883 \%$$

2.8.2 První fáze

Jako první krok je nutné vyčíslit provozně nutný investovaný kapitál budoucího období, který je dán součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného provozně nutného kapitálu. Budoucí hodnoty provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu jsou vyčísleny v plánované rozvaze. Následující tabulka č. 20 rekapituluje provozně nutný investovaný kapitál v budoucím období.

Tabulka č. 23: Propočet provozně nutného investovaného kapitálu (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

(v TCZK)	2017	2018	2019	2020	2021
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	20	50	40	28
Dlouhodobý hmotný majetek	1 323 024	1 389 175	1 479 472	1 501 664	1 475 385
Dlouhodobý finanční majetek	1 396 804	1 536 484	1 636 356	1 660 901	1 631 835
Dlouhodobý hmotný majetek provozně nutný	1 243 643	1 305 825	1 390 704	1 411 564	1 386 862
Dlouhodobý majetek provozně nutný	2 640 447	2 842 329	3 027 110	3 072 505	3 018 725
Upravený pracovní kapitál (včetně KFM)	2 873 423	3 822 720	3 512 945	3 399 219	3 332 107
Provozně nutný investovaný kapitál	5 513 870	6 665 048	6 540 055	6 471 725	6 350 832

Pro potřeby první fáze ocenění je potřeba zjistit čistou hodnotu volných diskontovaných peněžních toků. Budoucí hodnoty jsou převzaty z generátorů hodnoty a jejich jednotlivých plánů. Jednotlivé budoucí toky jsou následně diskontovány hodnotou vážených nákladů na kapitál. Daňová sazba příjmů právnických osob je očekávána i nadále 19 %.

Hodnota první fáze ocenění pomocí metody DCF entity k 1. 1. 2018 je 3 829 551 TCZK (výpočet v tabulce č. 24). Nízká hodnota diskontovaného peněžního toku za rok 2018 je dána zvýšením úrovně krátkodobého provozně nutného finančního majetku oproti roku 2017, kdy jeho hodnota v poměru ke krátkodobým závazkům byla nedostatečná.

Tabulka č. 24: Výpočet 1. fáze hodnoty společnosti (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

(v TCZK)	2018	2019	2020	2021
Korigovaný provozní VH před daněmi (KPVHD)	1 295 748	1 580 812	1 786 318	1 857 770
Upravená daň z příjmů (KPVHD x daňová sazba)	246 192	300 354	339 400	352 976
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)	1 049 555	1 280 458	1 446 917	1 504 794
Odpisy	117 322	141 612	143 734	141 217
Předběžný peněžní tok z provozu	1 166 877	1 422 070	1 590 652	1 646 011
Investice do upraveného prac. kapitálu (provozně nutného)	-949 297	309 774	113 726	67 113
Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-201 882	-184 781	-45 395	53 780
Volný peněžní tok (FCFF)	15 699	1 547 063	1 658 982	1 766 904
Odúročitel pro WACC (9,1883 %)	0,91585	0,83878	0,76820	0,70355
Diskontované FCFF k 1. 1. 2018	14 378	1 297 644	1 274 422	1 243 107
Současná hodnota 1. fáze	3 829 551 TCZK			

2.8.3 Druhá fáze

Druhá fáze neboli pokračující hodnota je vyjádřením očekávaných peněžních toků společnosti donekonečna. Kalkulovaná úroková míra je na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál a pro výpočet druhé fáze bude využit parametrický vzorec. Tempo růstu druhé fáze je s přihlédnutím na výsledky strategické analýzy a především očekávaného zpomalování ekonomiky a příchodem ekonomické krize stanoveno na 3 % oproti předcházejícímu roku. Dále bylo přihlédnuto k prognóze ČNB o meziročním vývoji reálného HDP, které ČNB predikuje ve výši 2,8 %. Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi pro rok 2022 je 1 913 503 TCZK. Pro parametrický vzorec je nutné stanovit rentabilitu investic v netto hodnotě a míru netto investic.

$$\text{Rentabilita investic} = \frac{\text{tempo růstu}}{\text{míra investic netto}}$$

$$\text{Míra investic netto} = \frac{(1 + g) * \text{inv. kap. v roce 2021} - \text{inv. kap. v roce 2021}}{(1 + g) * \text{KPVH po upravené dani v roce 2021}}$$

Po dosazení získáme rentabilitu investic 24,41 % a míru investic netto 12,29 %. Investovaný kapitál provozně nutný je 6 350 832 TCZK.

$$PH = \frac{1\,913\,503 * (1 - \frac{0,03}{0,2441})}{0,091883 - 0,03} = 27\,120\,330 \text{ TCZK}$$

Pokračující hodnota společnosti pro druhou fázi je 27 120 330 TCZK. Následným diskontem pro rok 2022, který je 0,64435, získáme diskontovaný peněžní tok pro druhou fázi ve výši 19 080 535 TCZK.

2.8.4 Současná hodnota k datu ocenění

Součtem současné hodnoty první a druhé fáze získáme brutto hodnotu společnosti, po odečtení úročeného cizího kapitálu získáme netto hodnotu a následným přičtením provozně nepotřebného majetku dosáhneme současné hodnoty k 1. 1. 2018, která je 22 760 703 TCZK. Propočet je rekapitulován v následující tabulce.

Tabulka č. 25: Propočet současné hodnoty DCF entity (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Položka		Hodnota v TCZK
SH 1. fáze	+	3 829 551
SH 2. fáze	+	19 080 535
Brutto hodnota	=	22 910 086
Úročený cizí kapitál	-	228 765
Netto hodnota	=	22 681 321
Provozně nepotřebný majetek	+	79 381
Hodnota společnosti k 1. 1. 2018	=	22 760 703

2.9 Ocenění na základě Ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Tato metoda je postavena na tvorbě ekonomického zisku. Hodnoty NOPAT a NOA (C) jsou totožné jako korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani a provozně nutný investovaný kapitál jako u metody diskontovaných peněžních toků entity. Jejich získání bylo uvedeno již v předcházejících kapitolách. Ocenění ekonomickou přidanou hodnotou probíhá také ve dvou krocích, tj. první a druhá fáze ocenění.

2.9.1 První fáze

Hodnota NOA (C) v principu bilanční kontinuity vychází při propočtu s hodnotou roku předcházející, tedy pro ekonomickou hodnotu roku 2018 se využije hodnota NOA 2017 (stav k 31. 12. 2017 = 1. 1. 2018). Průměrné vážené náklady na kapitál jsou stejné jako u metody DCF entity 9,1883 %.

Tabulka č. 26: Propočet 1. fáze EVA (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

(v TCZK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT	601 745	1 295 748	1 580 812	1 786 318	1 857 770	1 913 503
NOA (C)	5 513 870	6 665 048	6 540 055	6 471 725	6 350 832	
WACC * NOA		506 631	612 405	600 920	594 642	583 533
EVA		789 117	968 407	1 185 398	1 263 129	1 329 970
Odúročitel pro WACC (9,1883 %)		0,915849	0,838779	0,768195	0,703551	0,644347
Diskontovaná EVA		722 712	812 280	910 617	888 675	
Současná hodnota 1. fáze (TCZK)		3 334 284 TCZK				

Současná hodnota první fáze oceňované společnosti na základě součtu diskontovaných ekonomických přidaných hodnot pro jednotlivé roky je 3 334 284 TCZK k 1. 1. 2018.

2.9.2 Druhá fáze a současná hodnota

Nárůst hodnoty NOPAT pro rok 2022 je kalkulován s ohledem na výše zmíněné důvody u předešlé varianty na 3 %, tj. 1 913 503 TCZK. Následný propočet ekonomické přidané hodnoty pro rok 2022 udává hodnotu 1 329 970 TCZK. Pokračující hodnota, která je dána Gordonovým vzorcem, je následně diskontována a výsledkem je současná hodnota druhé fáze ocenění.

$$PH = \frac{1\,329\,970}{0,091883 - 0,03} = 21\,491\,684 \text{ TCZK}$$

Po diskontování získáme hodnotu druhé fáze, která je 15 120 495 TCZK.

2.9.3 Současná hodnota k datu ocenění

Součet současné hodnoty první a druhé fáze udává tržní přidanou hodnotu, ke které je přičten provozně nutný investovaný kapitál k datu ocenění, čímž získáme provozní brutto hodnotu společnosti. Následující postup úpravy brutto hodnoty na netto hodnotu je stejný jako u metody diskontovaných peněžních toků.

Tabulka č. 27: Propočet současné hodnoty EVA entity (Zdroj: Vlastní zpracování, výpočet v software Excel)

Položka	Hodnota v TCZK
SH 1. fáze	3 334 284
SH 2. fáze	15 120 495
MVA (market value added)	18 454 780
NOA k datu ocenění	5 513 870
Provozní brutto hodnota	23 968 650
Úročený cizí kapitál	228 765
Provozní netto hodnota	23 739 885
Neprovozní majetek k datu ocenění	79 381
Hodnota společnosti k 1. 1. 2018	23 819 266

Výsledná hodnota ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty k 1. 1. 2018 je 23 819 266 TCZK.

3 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ

V následující kapitole diplomové práce se zaměřím na shrnutí všech podstatných aspektů, které ovlivňovaly výslednou hodnotu oceňované společnosti. Podkladem budou zjištěná šetření z praktické části této práce. Společnost byla podrobena strategickému a finančnímu hodnocení, dále společnosti byla rozdělena aktiva na provozně nutná a nenutná, stanoveny generátory hodnoty a následné ocenění na základě generátorů hodnoty, finanční plán a stěžejní stanovení objektivizované hodnoty metodou ekonomické přidané hodnoty (entity) a diskontovanými peněžními toky (entity).

Strategickému šetření bylo podrobeno vnější okolí společnosti SLEPT a Porter analýzou a vnitřní prostředí analýzou 7S. Vnější faktor, který nejvíce negativně ovlivňuje společnost, je především aktuální nedostatek dostatečně kvalifikovaných a spolehlivých pracovníků. S tímto problémem se však potýká drtivá většina společností v České republice napříč podnikatelským spektrem. Dále také silné konkurence, kterým oceňovaná společnost konkuruje především kvalitou a příznivou cenou. Stěžejní negativní faktor je i odpovědnost za provedené stavební práce, kdy reklamace při stamilionových zakázkách mohou být problém v řízení finančních toků. Dále při reklamacích dochází ke zpoždění jiných zakázek z důvodu omezené kapacity, následně může být společnost penalizována za zpoždění dodávky. Alarmující je i faktor výkonnosti ekonomiky, která se nachází na svém vrcholu a je zcela jistý její propad. Naopak pozitivním faktorem jsou stále trvající dotace z fondů Evropské unie, díky kterým má možnost Česká republika vypisovat větší objem stavebních zakázek, o které se může analyzovaná společnost ucházet. Jako negativní i pozitivní faktor se může zdát to, že téměř výhradním odběratelem je stát. Na jednu stranu je zde jistý odběratel s velkým množstvím potenciálních projektů, ale naopak monopolní odběratel může být i velké riziko. Pozitivní je situace v dodavatelské síti, neboť společnost ovládá pod majoritním nebo minoritním podílem své klíčové dodavatele především stavebního materiálu. Společnost je také členem nadnárodní skupiny, díky které má v případě negativních vlivů podporu.

Finanční šetření přineslo zjištění o nedostatečné úrovni okamžité likvidity v posledním zkoumaném období, která by měla být zvýšena na hranici hodnoty 0,2, a to například

lepším systémem vymáhání pohledávek, popřípadě vyjednáváním delších dob splatnosti svých závazků. Je však důležité podotknout, že velké množství pohledávek je ve skupině, kde riziko nesplacení je menší než u naprosto cizích subjektů. U ukazatelů rentability je vždy žádaný rostoucí trend. Pro tento trend je nezbytně nutné efektivně řídit svůj dlouhodobý majetek, vlastní i cizí kapitál. Maximální možné využití vložených prostředků je stěžejní, například efektivně nastavenou politikou zásob, pohledávek, závazků, investicemi do dlouhodobého majetku a zajištění využití jeho maximální kapacity (u dlouhodobého hmotného majetku). V případě nedostatečné kapacity stavebních strojů je nutné uvážit, zda potřebný stroj přikoupit (zhodnotit jeho dlouhodobé využití), nebo alternativně využít leasing na dobu nezbytně nutnou. Celkové zadlužení by bylo vhodné udržovat na hranici 60 % – například zadržováním zisku a nevyplácením podílů mateřské společnosti. Míra zadluženosti je ovlivněna především velkým objemem dlouhodobých a krátkodobých závazků. Není však alarmující, podíl pohledávek po splatnosti na celkovém objemu je nízký a nevzniká tím velké úrokové zatížení. Velice pozitivní je absence bankovních úvěrů, které nezatěžují peněžní tok pravidelnými platbami a zvyšují kredibilitu společnosti bankám. Pokud by byla uvažována expanze na další zahraniční trh, popřípadě rozšíření pokrytí na stávajících trzích, je potřeba větší kapitálová síla, než kterou společnost disponuje. Tato potřeba může být řešena dvěma způsoby. Půjčkou od mateřské společnosti nebo jiných společností v koncernu, popřípadě bankovním úvěrem. S ohledem na stávající mizivé zadlužení získá společnost úvěr s příznivými podmínkami díky nižšímu riziku, které je pro banku rozhodující, zda její dlužník bude nebo nebude schopen splatit poskytnutý úvěr. Využitelnost bankovního úvěru může být uplatněna i na stávajících trzích při získávání strategických zakázek, jako jsou nové dálnice nebo dlouho plánovaná vysokorychlostní železniční trať, která už dávno měla být státem realizována, jelikož některé železniční spoje dopravci (Viedeň–Berlín) raději vedou celým Rakouskem a Německem, což je sice delší, ale rychlejší. V dopravě je čas rozhodující, dalším potenciálem pro společnost bude vysokorychlostní trať z centra Prahy na letiště Václava Havla. Bohužel vize těchto klíčových projektů (nejen pro oceňovanou společnost, ale i pro Českou republiku) je nestálá z finančních a zejména politických důvodů a bojů odpovědných orgánů.

Společnost dává přednost finanční stabilitě, která je patrná z ukazatele krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem. Z ukazatele krytí dlouhodobého majetku

dlouhodobými zdroji je vidět ke konci sledovaného období už velké překapitalizování. Tato situace je pro společnost bezpečná a méně riziková za cenu vyšších nákladů, neboť krátkodobá aktiva jsou financována dlouhodobými zdroji. Vhodné je mírné snižování k hodnotě dva například snižováním dlouhodobých závazků. Obrat aktiv má klesající trend a hodnota klesla pod úroveň jedna. Zvýšení je možné provést kromě zvyšování tržeb, které jsou přímo spojené se získáváním nových stavebních zakázek, i prodejem majetku, který není využitelný. Tím se sníží některé náklady na držení a udržování, zvýší se celkové využití maximální možné kapacity a souběžně je tato maximální kapacita snížena. Další důležitý faktor je druhotná platební neschopnost a systém vymáhání pohledávek a splácení svých závazků. Společnost je oproti svým odběratelům zodpovědnější v dostání svých závazků. Pohledávky (především dlouhodobé) mohou být v případě nouze podstoupeny faktoringové nebo forfaitingové společnosti. Tento systém je sice nákladnější a poníží získanou hodnotu peněžních prostředků. Společnost má svou finanční sílu a může uzavřít dlouhodobou smlouvu o podstupování těchto pohledávek a tím minimalizovat možné ztráty (z druhotné platební neschopnosti, získání prostředků na klíčovou zakázku aj.). Další důležitý faktor, který snižuje ztrátu z podstoupení, je struktura dlužníků společnosti. Téměř výhradním dlužníkem je veřejný sektor. Pro společnosti odkupující pohledávky tento faktor zvyšuje bonitu a snižuje riziko z odkoupené pohledávky. Díky tomu může oceňovaná společnost velmi efektivně minimalizovat ztráty a optimalizovat svůj peněžní tok. Z pohledu závazků, které společnost má, je možné platit v nejvzdálenějším možném termínu, který si dohodne, a přitom nevznikne penalizace a úroky z prodlení. Stálé složení dodavatelů je důležitým faktorem. Pokud s dodavatelem spolupracuje společnost dlouhou dobu a ještě dlouhou dobu bude, je zde větší prostor pro nastavení delší doby splatnosti než u dodavatelů jednorázových nebo nových. U nových dodavatelů je tato situace rizikovější, ale s nastavením dlouhodobého dodavatelského kontraktu při ověření spolehlivosti dodávek je také možnost vyjednat pro sebe optimálnější podmínky. Dále je poměrná část závazků ke společností ve skupině, kde je vyjednávání ohledně doby splatnosti o mnoho jednodušší. Systém řízení zásob by měl být optimalizován, aby byla snížena doba držení surovin a fixace platebních prostředků. Především plánování dodávek a jejich objem harmonizovat s plánovými výkony.

Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná přinesla tato zjištění. Při rozdělování krátkodobého finančního majetku měla společnost v roce 2009 až 2011 krátkodobé depozitní směnky, které byly klasifikovány jako provozně nutné a vyloučeny z provozně nutného finančního majetku. Provozně nutná likvidita byla stanovena na úroveň 20 % krátkodobých závazků. Při stanovení úrovně je potřebné brát ohled zejména na velikost společnosti, její zaměření nebo z jakého titulu společnost vlastní krátkodobé závazky. Při klasifikaci dlouhodobého finančního majetku je nutné rozklíčovat, zda investovaný majetek má charakter pouze dočasně uložených finančních prostředků. Oceňovaná společnost své finanční prostředky investovala do společností, které mají dodavatelský charakter a jsou s hodnocenou společností takto propojeny a případné výnosy a náklady je nutné zahrnout do korigovaného provozního výsledku hospodaření. Při určování, zda tyto investice jsou nebo nejsou provozně nutné, je potřeba detailně znát vztah mezi hodnocenými společnostmi. Pokud existuje důvodná pochybnost, že tento podíl v ovládané společnosti nemá charakter dodavatelského vztahu nebo vztahu obdobného, je vhodné tu část z provozně nutného finančního majetku vyloučit a s ním i spojené výnosy a náklady.

Provozně potřebný investovaný kapitál byl upraven na základě údajů společnosti. Dlouhodobý nehmotný a finanční majetek byl klasifikován z celé části jako provozně nutný. Hmotný dlouhodobý majetek na úrovni 94 % účetní hodnoty majetku. Úskalí v určování, zda investovaný majetek je nebo není provozně nutný, je v posouzení jednotlivých složek dlouhodobého majetku (který je využit jen z části) a jeho využití v poměru k jeho maximální kapacitě. Při jeho určení může dojít bohužel i k jeho větším odchylkám od skutečnosti, především v závislosti na jeho objemu, zvláště u stavební společnosti této velikosti, která disponuje v řádu stovek různými osobními automobily, dodávkami, pozemky, budovami, skladovacími prostory, nákladními auty, bagry a stroji podobného charakteru. S tímto problémem se pojí i problém s odpisovými plány. Například klasický nákladní automobil Tatra, který je téměř nezničitelný a pro základní využití (přeprava stavebních surovin – štěrku aj.) dokáže sloužit desítky let. Při propočtu korigovaného výsledku hospodaření je po klasických úpravách nutné nezapomenout připočítat (popřípadě odečíst) i příjmy a náklady z dlouhodobého finančního majetku, pokud byl klasifikován jako provozně nutný, a upravit odpisy dlouhodobého majetku ve stejném poměru, jako byl upraven dlouhodobý majetek provozně nutný.

Další stěžejní oblastí je analýza generátorů hodnoty (tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál, investice do dlouhodobého majetku a případné ocenění na jejich základě). Prvním generátorem hodnoty jsou tržby, které jsou stanoveny na růstu tržeb relevantního odvětví. Určení budoucího vývoje má několik úskalí, neboť regresní analýza uvažuje pouze minulé období bez kontextu k širším souvislostem (minulý a očekávaný vývoj ekonomiky, politická situace aj.) a je nutné vyrovnat hodnoty i s přihlédnutím k ostatním relevantním faktorům získaných například ze strategického šetření. Druhým generátorem hodnoty je provozní zisková marže, která byla určena na základě kombinace regresní analýzy (trend polynomu třetího stupně) a expertního odhadu, díky kterému nedošlo k výraznému zkreslení budoucích hodnot. Při stanovení provozní ziskové marže byla využita pouze metoda shora, pro metodu zdola nebylo získáno dostatečné množství interních dat. Při stanovování marže shora bylo již na tento problém bráno ohled. Třetím generátorem hodnoty je pracovní kapitál. Jeho hodnota za sledované i prognózované období rostla. Budoucí hodnoty byly stanoveny na základě minulého vývoje, podnikových plánů řízení a doby splatnosti pohledávek, závazků, zásob a následné korekce založené na expertním odhadu podloženým finančním a strategickým šetřením. Posledním a nejtěžším generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Při stanovení je důležité vycházet z podnikového plánu nákupu. Na základě generátorů hodnoty lze předběžně společnost ocenit. Společnost má hodnotu na základě generátorů hodnoty ve střední variantě 13 301 597 TCZK. Hodnota byla stanovena i pro optimistickou a pesimistickou variantu, kdy jednotlivé generátory hodnoty byly upraveny expertním odhadem především na základě výstupů strategického šetření. Velkým problémem při stanovení je určení kalkulované míry. Střední hodnota úrokové míry byla stanovena expertním odhadem na úrovni 17 %. Struktura vzorce ve jmenovateli uvádí rozdíl kalkulované úrokové míry a tempa růstu tržeb. Při uvažování vážených průměrných nákladů na kapitál ($WACC = 9,1883\%$) a tempa růstu tržeb ve střední variantě 10,83 % by výsledná hodnota dosahovala extrémních záporných hodnot.

Před samotným oceněním byla stanovena diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál. Náklady na cizí úročený kapitál, který byl tvořen pouze závazky po splatnosti, byly určeny součtem rizikové přírážky 0,75 % podle ratingu A. Damodarana a výnosů dvouletých státních dluhopisů České republiky 1,68 %. Náklady na vlastní kapitál byly určeny metodou CAMP, kde byl beta koeficient A. Damodarana upraven.

Úprava se týkala především kapitálové struktury a jeho hodnota po úpravě je 1,15 %. Riziková přírážka pro Českou republiku je 6,94 %, součet přírážky za velikost společnosti a požadovanou likviditu jsou 2 %. Bezrizikový výnos byl stanoven na úrovni výnosnosti desetiletých státních dluhopisů České republiky. Výsledné náklady na vlastní kapitál jsou metodou CAMP 9,69 %. Po propočtu jsou vážené průměrné náklady na kapitál 9,1883 %. Literatura doporučuje využívat pro výpočet jednotlivých hodnot spíše americké sazby. Pro potřeby české společnosti, působící na trhu České republiky, která se na tomto dostává do střetu s konkurencí, jsou relevantnější data českého prostředí, které více odráží skutečnost, a proto byla zvolena.

Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků proběhlo ve třech krocích. Propočet se skládá z první fáze, pokračující hodnoty a následné úpravy součtu první fáze a pokračující hodnoty. Hodnota první fáze byla vyčíslena jako součet diskontovaných hodnot budoucích peněžních toků, a to 3 829 551 TCZK. Pro stanovení těchto toků byla využita zjištěná data z jednotlivých generátorů hodnoty. Pokračující hodnota byla stanovena na základě parametrického vzorce. Tempo růstu (3 %) pro pokračující hodnotu bylo určeno s ohledem na meziroční vývoj reálného HDP. Následným diskontováním byla zjištěna hodnota druhé fáze 19 080 535 TCZK. Finálním krokem bylo odečtení úročeného cizího kapitálu a přičtení provozně nepotřebného majetku. Současná hodnota společnosti zjištěná metodou diskontovaných peněžních toků entity k 1. 1. 2018 byla 22 760 703 TCZK.

Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty bylo také provedeno v totožných třech krocích. Pro hodnotu NOPAT byl využit korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani a pro hodnotu NOA provozně nutný investovaný kapitál. Hodnota první fáze po diskontování byla 3 334 284 TCZK. Hodnota pokračující fáze byla stanovena Gordonovým vzorcem a po následném diskontování byla zjištěna hodnota druhé fáze 15 120 495 TCZK. U finálního kroku je potřeba přičíst provozně nutný investovaný kapitál (NOA) k datu ocenění. Výsledné ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty entity bylo 23 819 266 TCZK.

Výsledné ocenění těchto dvou metod by mělo dosáhnout stejné hodnoty. Vysvětlení je uvedeno v následující kapitole.

ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení objektivizované hodnoty společnosti EUROVIA CS, a.s. k 1. 1. 2018. Společnost byla oceněna výnosovými metodami. Jako nejvhodnější byla zvolena metoda diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty. Společnost EUROVIA CS, a.s. je jedním z klíčových hráčů na trhu pozemního a inženýrského stavebnictví v České republice a obecně zakázek velkého rozsahu.

Jako parciální cíle práce byly stanoveny zpracování strategické a finanční analýzy, jejichž celkové vyznění bylo pro společnost pozitivní. Na základě zhodnocení finančního a strategického šetření bylo možné konstatovat, že společnosti nehrozí existenční ani finanční tíseň.

Mezi další parciální cíle patřilo rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, stanovení generátorů hodnot a ocenění na základě generátorů hodnot. Aktiva byla rozdělena na provozně nutná a nenutná, následné určení generátorů hodnot a ocenění přineslo předběžnou hodnotu společnosti 14 030 376 TCZK. Výsledná hodnota byla silně ovlivněna stanovením kalkulované úrokové míry.

Pro potřeby ocenění bylo zvoleno určení diskontní míry metodou vážených průměrných nákladů na kapitál. Společnost operovala k datu ocenění pouze s úročenými závazky z obchodních vztahů po splatnosti. Náklad na tento úročený cizí kapitál byl stanoven součtem výnosové míry státních dluhopisů s dobou splatností dvou let a rizikové přírážky podle ratingu. Náklady na vlastní kapitál byly určeny metodou CAMP a následnou modifikací. Náklad na vlastní i cizí kapitál byl modifikován podle profesora A. Damodarana.

Objektivizovaná hodnota oceňované společnosti EUROVIA CS, a.s. pro potřeby managementu byla k 31. 12. 2018 na základě diskontovaných peněžních toků 22 760 703 TCZK a metodou ekonomické přidané hodnoty 23 819 266 TCZK. Podle teoretických poznatků z odborné literatury by se měly tyto hodnoty zvolených metod rovnat, ale u společností s širokou a velkou kapitálovou strukturou tomu tak zpravidla není. Především u zemědělských a stavebních společností, které vlastní širokou škálu druhů dlouhodobého odepisovaného majetku, se výsledné ocenění různí.

Dalším možným vysvětlením je to, že EVA pracuje s hodnotou čistých operačních aktiv, zatímco DFC využívá investice jako růstovou, popřípadě klesající položku. Přední český odborník na oceňovací problematiku profesor Miloš Mařík se této problematice bude věnovat ve své nové publikaci, která bohužel zatím vydána nebyla. Pokud by management uvažoval o možném prodeji společnosti, řídil by se zjištěnou hodnotou ekonomické přidané hodnoty, ale jelikož se jedná pouze o zjištění pro potřeby řízení, doporučuji hodnotu průměrnou, tedy 23 289 985 TCZK. Pokud by oceňovatel byl v pozici kupujícího, pak doporučuji zjištěnou hodnotu podle metody diskontovaných peněžních toků. Ocenění je však vždy silně ovlivněno subjektivním expertním názorem oceňovatele.

Hodnota, která byla stanovena, naplnila primární cíl této práce.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- (1) OGDEN, Joseph P., Frank C. JEN a Philip F. O'CONNOR. *Advanced corporate finance: policies and strategies*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, c2003. ISBN 978-013-0915-689.
- (2) KUBÍČKOVÁ, D., I. JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. Praha: C. H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-538-1.
- (3) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2.
- (4) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-717-9529-1.
- (5) KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-802-4728-650.
- (6) HRDÝ, Milan. *Oceňování finančních institucí*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2005. Finance (Grada). ISBN 978-802-4709-383.
- (7) VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-802-4736-471.
- (8) REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-802-4734-415.
- (9) KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-807-4001-949.
- (10) MARINIČ, Pavel. *Hodnotový management ve finančním řízení: hodnota versus finance*. 3. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2014. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-807-4784-057.
- (11) SABOLOVIČ, Mojmír. *Oceňování podniku: hodnota versus finance*. 3. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-808-7001-134.

- (12) KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. vyd. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-802-4733-494.
- (13) SYNEK, Miloslav, Heřman KOPKÁNĚ a Markéta KUBÁLKOVÁ. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. V Praze: C. H. Beck, 2009. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-154-3.
- (14) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- (15) MINISTERSTVO SPRÁVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY, veřejný rejstřík a sbírka listin, or.justice.cz [online], © 2012 – 2015 [cit. 2019-02-03]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>.
- (16) ČERVENÝ, Radim. *Business plán: krok za krokem*. V Praze: C. H. Beck, 2014. C. H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-511-4.
- (17) SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. C. H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.
- (18) SRPOVÁ, Jitka a Václav ŘEHOŘ. *Základy podnikání: teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů*. Praha: Grada, 2010. Expert. ISBN 978-80-247-3339-5.
- (19) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- (20) EUROVIA, A.S., O společnosti, eurovia.cz/cs [online], © 2015 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z: <https://www.eurovia.cz/cs/o-spolecnosti>.
- (21) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, Veřejná databáze, vdb.czso.cz [online], [cit. 2019-03-04]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=847&filtr=G~F_M~F_Z~F_R~T_P~_S~_null_nu ll_&katalog=30836&pvo=STA05-B&pvo=STA05-B&c=v3~8__RP2018#w=.

(22) DAMODARAN, Aswath. Levered and unlevered betas by industry. Damodaran.com [online], ©2019 [cit. 2019-04-04]. Dostupné z <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

(23) KURZY.CZ. Výnos koše státních dluhopisů, kurzy.cz [online], ©2019 [cit.2019-04-04]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynosy-dluhopisoveho-kose-statnich-dluhopisu-ke-konci-mesice/vynos-kose-statnich-dluhopisu-s-prumernou-zbytkovou-splatnosti-2-roky/>.

(24) DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken: Wiley, 2006. Wiley finance series. ISBN 0-471-75121-9.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1: Porter 5 konkurenčních sil.....	19
Obrázek č. 2: Schéma generátorů hodnoty	37
Obrázek č. 3: Schéma dvoufázové metody.....	45

SEZNAM GRAFŮ

Graf č. 1: Čistý pracovní kapitál	61
Graf č. 2: Ukazatele likvidity	63
Graf č. 3: Ukazatele rentability	64
Graf č. 4: Ukazatele zadluženosti 1. část	65
Graf č. 5: Ukazatele zadluženosti	67
Graf č. 6: Ukazatele aktivity 1. část	69
Graf č. 7: Ukazatele aktivity	70
Graf č. 8: Ukazatele cash flow	72
Graf č. 9: Altmanův model a index IN05	73
Graf č. 10: Tržby v odvětví vyrovnané polynomem druhého stupně	79
Graf č. 11: Podíl na trhu oceňované společnosti	79

SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1: Výpočet volného peněžního toku	44
Tabulka č. 2: Propočet výsledné hodnoty společnosti	47
Tabulka č. 3: SWOT analýza	60
Tabulka č. 4: Ukazatele likvidity	62
Tabulka č. 5: Ukazatele rentability	63
Tabulka č. 6: Ukazatele zadluženosti	66
Tabulka č. 7: Ukazatele aktivity	68
Tabulka č. 8: Ukazatele cash flow	71
Tabulka č. 9: Úprava krátkodobého finančního majetku.....	76
Tabulka č. 10: Výsledné hodnoty propočtu provozně potřebného inv. kapitálu	77
Tabulka č. 11: Propočet korigovaného provozního výsledku hospodaření	78
Tabulka č. 12: Prognóza vývoje tržeb	80
Tabulka č. 13: Propočet ziskové marže	81
Tabulka č. 14: Prognóza a propočet pracovního kapitálu – část první	81
Tabulka č. 15: Prognóza a propočet pracovního kapitálu – část druhá	82
Tabulka č. 16: Investice do dlouhodobého majetku – první část.....	83
Tabulka č. 17: Investice do dlouhodobého majetku – druhá část	83
Tabulka č. 18: Propočet průměrné ziskové marže	84
Tabulka č. 19: Stanovení hodnoty na základě generátorů hodnoty	84
Tabulka č. 20: Plánovaná výsledovka.....	85
Tabulka č. 21: Plánovaná rozvaha	85

Tabulka č. 22: Plánovaný peněžní tok	86
Tabulka č. 23: Propočet provozně nutného investovaného kapitálu	88
Tabulka č. 24: Výpočet 1. fáze hodnoty společnosti	89
Tabulka č. 25: Propočet současné hodnoty DCF entity	90
Tabulka č. 26: Propočet 1. fáze EVA	91
Tabulka č. 27: Propočet současné hodnoty EVA entity	92

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

a.s.	akciová společnost
CF	cash flow
EAT	čistý zisk po zdanění
EBIT	zisk před zdaněním
ROA	rentabilita celkového kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROI	rentabilita investovaného kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
ROCE	rentabilita úplatného kapitálu
DCF	diskontovaný peněžní tok
TCZK	tisíc Kč
EVA	ekonomická přidaná hodnota

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty

Příloha 3: Výkaz cash flow

Příloha 4: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu za sledované období

Příloha 5: Výpočet a prognóza investovaného kapitálu

Příloha 1: Rozvaha (Zdroj: Vlastní zpracování v systému Excel dle: 15)

	Aktiva	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	AKTIVA CELKEM	11 032 763	13 547 374	12 051 221	9 389 690	9 727 812	8 529 179	8 548 752	7 858 290	9 323 520
B.	Dlouhodobý majetek	2 952 200	3 004 995	2 694 008	2 447 887	2 294 770	2 293 874	2 327 209	2 491 278	2 719 828
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	216	169	79	258	195	132	55	7	0
3	Software	89	38	0	0	0	0	0	0	0
4	Ocenitelná práva	127	131	79	258	195	132	55	7	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 324 712	1 529 946	1 291 520	1 090 955	938 901	882 568	924 007	1 067 810	1 323 024
1	Pozemky	104 349	121 714	121 157	119 423	119 008	117 427	106 706	96 965	96 965
2	Stavby	424 665	567 141	540 136	509 733	482 077	405 830	366 289	341 224	322 142
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	775 002	792 235	603 016	431 245	285 804	332 849	394 327	518 384	658 662
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	8 183	1 847	7 015	21 717	39 025	26 462	55 596	111 237	225 395
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	12 513	2 144	2 306	8 837	12 987	0	1 089	0	19 860
9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	44 865	17 890	0	0	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	1 627 272	1 474 880	1 402 409	1 356 674	1 355 674	1 411 174	1 403 147	1 423 461	1 396 804
1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	1 420 265	1 263 488	1 207 697	1 207 697	1 207 697	1 207 697	1 207 705	1 225 019	1 207 362
2	Podíly v účetních jednotkách podstatným vlivem	122 177	138 177	138 177	133 177	133 177	178 677	179 642	179 642	179 642
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly (vklady)	800	800	800	800	800	800	800	800	800
4	Půjčky a úvěry – ovládající a řídící osoba, podstatný vliv	84 030	72 415	55 735	15 000	14 000	24 000	15 000	18 000	9 000
C.	Oběžná aktiva	7 877 087	10 344 730	9 142 839	6 871 545	7 401 858	6 140 300	6 201 673	5 351 341	6 583 518
C. I.	Zásoby	265 164	394 124	323 612	343 179	564 833	635 761	213 531	208 943	293 612

1	Materiál	69 094	132 554	77 436	91 843	119 234	1 781	58 564	57 402	74 996
2	Nedokončená výroba a polotovary	164 843	223 595	226 191	239 211	435 689	477 809	153 457	148 904	215 433
3	Výrobky	31 227	37 975	19 985	12 125	9 910	1 781	1 510	2 637	3 183
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	1 047 123	973 552	1 224 257	724 810	681 683	839 923	638 025	569 366	609 920
1	Pohledávky z obchodních vztahů (z obchodního styku)	750 986	607 429	790 457	311 029	267 013	410 746	212 478	193 369	171 272
7	Jiné pohledávky	3 346	3 276	16 428	4 833	5 179	10 999	17 099	2 397	1 476
8	Odložená daňová pohledávka	292 791	362 847	417 372	408 948	409 491	418 178	408 448	373 600	437 172
C. III.	Krátkodobé pohledávky	3 824 395	5 379 700	3 485 357	4 538 675	4 947 666	3 865 934	3 854 865	3 858 637	5 442 902
1	Pohledávky z obchodních vztahů (z obchodního styku)	3 299 625	4 799 695	3 039 935	3 047 391	2 394 441	2 116 360	466 348	227 398	957 032
2	Pohledávky – ovládající a řídicí osoba	0	0	0	1 000 034	1 900 079	1 470 080	3 030 589	3 343 438	4 100 000
6	Stát – daňové pohledávky	323 774	272 498	266 800	254 332	151 164	50 806	68 815	153 924	118 364
7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	25 625	76 152	35 582	58 801	136 224	16 984	84 086	14 132	127 561
8	Dohadné účty aktivní	171 960	231 220	142 455	170 791	365 236	208 656	202 254	119 585	131 863
9	Jiné pohledávky	3 411	135	585	7 326	522	3 048	2 503	160	8 082
C. IV.	Finanční majetek	2 740 405	3 597 354	4 109 613	1 264 881	1 207 676	798 682	1 495 252	714 395	237 084
1	Peníze	3 722	4 091	2 666	2 404	2 170	2 309	1 960	2 136	2 021
2	Účty v bankách	448 637	1 891 986	1 342 543	1 262 477	1 205 506	796 373	1 493 292	712 259	235 063
3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	2 288 046	1 701 277	2 764 404	0	0	0	0	0	0
D. I.	Časové rozlišení	203 476	197 649	214 374	70 258	31 184	95 005	19 870	15 671	20 174
1	náklady příštích období	138 246	105 587	52 520	34 380	22 800	18 282	17 811	14 561	15 095
3	Příjmy příštích období	65 230	92 062	161 854	35 878	8 384	76 723	2 059	1 110	5 079

	Pasiva	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2 016	2 017
	PASIVA CELKEM	11 032 763	13 547 374	12 051 221	9 389 690	9 727 812	8 529 179	8 548 752	7 858 290	9 323 520
A	Vlastní kapitál	3 123 338	3 619 771	3 263 697	2 697 441	2 652 041	2 417 198	2 266 236	3 139 791	3 318 192
A. I.	Základní kapitál	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200
1	Základní kapitál	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200	1 386 200
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku	354 286	355 592	355 257	356 494	354 812	353 434	74 848	74 405	74 296
1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	277 240	277 240	277 240	277 240	277 240	277 240	0	0	0
2	Statutární a ostatní fondy	77 046	78 352	78 017	79 254	77 572	76 194	74 848	74 405	74 296
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	768 702	1 184 910	552 691	252 288	196 744	456 093	595 582	799 238	1 381 845
1	Nerozdělený zisk minulých let	768 702	1 184 910	552 691	252 288	196 744	456 093	595 582	799 238	1 381 845
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	614 150	693 069	969 279	702 459	714 285	221 471	209 606	879 948	475 851
B.	Cizí zdroje	7 740 428	9 741 298	8 575 558	6 537 307	6 929 645	5 977 389	6 102 339	4 488 318	5 764 186
B. I.	Rezervy	1 853 552	2 380 942	2 405 090	2 176 849	2 042 082	1 756 698	2 382 560	1 615 891	2 523 114
1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	13 104	0	0	0	0	0	0	0	0
4	Ostatní rezervy	1 840 448	2 380 942	2 405 090	2 176 849	2 042 082	1 756 698	2 382 560	1 615 891	2 523 114
B. II.	Dlouhodobé závazky	534 104	681 909	815 035	644 339	608 442	384 702	401 611	338 347	361 865
1	Závazky z obchodních vztahů	534 104	681 909	815 035	644 339	608 442	384 702	401 611	338 347	361 865
B. II.	Krátkodobé závazky	5 352 772	6 678 447	5 355 433	3 716 119	4 279 121	3 835 989	3 318 168	2 534 080	2 879 207
1	Závazky z obchodních vztahů	4 820 952	4 692 253	3 427 553	2 580 623	2 373 720	2 190 469	1 880 964	1 304 898	1 664 769
2	Závazky – ovládající a řídicí osoba	0	962 371	971 183	0	320 047	370 000	490 000	553 000	223 000
3	Závazky – podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	15	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva	985	0	0	0	0	0	0	0	0

5	Závazky k zaměstnancům	64 877	79 146	100 700	55 308	48 720	44 929	50 670	53 290	53 257
6	Závazky ze sociálního a zdravotního zabezpečení	37 014	51 236	54 549	26 840	28 455	29 137	32 878	31 643	32 928
7	Stát – daňové závazky a dotace	14 000	19 648	25 694	10 717	10 289	11 155	33 004	11 879	12 554
8	Krátkodobé přijaté zálohy	24 273	18 391	7 096	114 332	280 579	21 414	186 536	35 242	288 496
10	Dohadné účty pasivní	359 130	546 781	705 919	822 010	1 190 193	1 079 919	664 034	542 617	604 203
11	Jiné závazky	31 541	38 621	62 739	106 289	27 100	88 966	82	1 496	0
C. I.	Časové rozlišení	168 997	186 305	211 966	154 942	164 126	134 592	180 177	230 181	241 142
1	Výdaje příštích období	168 997	186 018	211 966	154 533	140 535	134 452	180 177	230 181	241 142
2	Výnosy příštích období	0	287	0	409	5 591	140	0	0	0

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty (Zdroj: Vlastní zpracování v systému Excel dle: 15)

	Výkaz zisku a ztráty	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2 016	2 017
II.	Výkony	17 533 987	18 736 824	15 896 750	10 313 741	9 891 775	11 583 502	12 787 735	8 993 345	8 608 865
1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	17 604 060	18 693 237	15 900 700	10 294 999	9 674 517	11 515 344	13 139 041	9 022 296	8 792 623
2	Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-73 017	36 995	-5 147	4 955	197 876	50 963	-352 409	2 198	-67 230
3	Aktivace	2 944	6 592	1 197	13 787	19 382	17 195	1 103	-31 149	-116 528
B.	Výkonová spotřeba	14 930 869	15 603 508	13 365 054	8 868 240	8 679 509	10 701 546	11 118 707	7729986	7 532 409
1	Spotřeba materiálu a energie	2 869 882	3 487 130	3 836 352	2 595 495	2 634 680	3 107 218	3 350 956	2 405 362	2 408 794
2	Služby	12 060 987	12 116 378	9 528 702	6 272 745	6 044 829	7 594 328	7 767 751	5 324 624	5 123 615
+	Přidaná hodnota	2 603 118	3 133 316	2 531 696	144 501	1 212 266	881 956	1 669 028	1 263 359	1 076 456
C.	Osobní náklady	1 335 678	1 650 489	1 636 038	1 208 858	1 104 010	1 106 304	1 226 188	1 271 615	1 305 190
1	Mzdové náklady	989 488	1 188 979	1 204 809	861 718	792 123	793 104	882 155	906 067	925 776
2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	216	180	180	169	180	3 750	7 464	0	0
3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	303 358	401 925	374 542	293 703	268 949	269 933	290 346	306 475	314 743
4	Sociální náklady	42 616	59 405	56 507	53 268	42 758	39 517	46 223	59 073	64 671
D.	Daně a poplatky	18 999	22 871	23 182	22 429	24 552	25 478	22 059	22 752	22 007
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	325 618	347 508	312 943	261 808	191 054	163 061	138 596	154 396	172 201
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	63 026	56 238	92 850	147 998	89 535	150 687	134 618	158 043	92 409
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	41 040	20 096	61 846	111 132	51 954	95 235	79 039	37 431	20 374
2	Tržby z prodeje materiálu	21 986	36 142	31 004	36 866	37 581	55 452	55 579	35 439	72 035
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	12 308	24 651	35 800	68 127	38 084	105 348	104 479	17 893	72 595
1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 624	2 550	20 182	32 042	22 686	63 669	53 651	622	7 480

2	Prodaný materiál	10 684	22 101	15 618	36 085	15 398	41 679	50 828	17 271	65 115
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	504 861	432 991	46 538	-192 455	-11 890	-253 306	540 546	-770 862	906 108
IV.	Ostatní provozní výnosy	478 207	540 092	267 740	160 841	297 274	162 495	208 514	85 173	643 069
H.	Ostatní provozní náklady	323 828	446 533	220 580	160 841	159 149	188 906	130 288	655 922	103 429
*	Provozní výsledek hospodaření	623 059	804 603	617 160	154 694	94 116	-140 653	-149 996	118 149	-366 157
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	402 000	0	68 000	0	0	0	12	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	392 298	0	63 400	0	0	0	2	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	166 686	94 550	417 847	230 609	628 553	379 549	444 088	825 500	825 500
1	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách	166 686	94 550	417 847	569 224	628 553	379 549	444 088	825 500	825 500
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	20 675	-3 500	-3 500	-4 000	-1 500	0
X.	Výnosové úroky	8 530	16 831	18 215	10 427	2 686	1 855	1 275	1 746	466
N.	Nákladové úroky	10 492	4 408	10 950	4 796	171	337	241	178	31
XI.	Ostatní finanční výnosy	93 036	138 209	176 300	28 287	100 188	23 393	7 845	891	27 646
O.	Ostatní finanční náklady	116 287	188 199	143 803	65 457	108 860	44 055	41 473	22 886	56 672
*	Finanční výsledek hospodaření	151 175	56 983	480 209	517 010	625 896	363 905	415 504	806 439	779 252
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	160 084	168 517	128 090	45 160	5 727	1 781	55 902	44 640	-62 756
1	Splatná	251 206	240 655	182 615	36 160	6 269	10 469	46 172	9 792	816
2	Odložená	-91 122	-72 138	-54 525	8 424	-542	-8 688	9 730	34 848	-63 572
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	614 150	693 069	969 279	702 459	714 285	221 471	209 606	879 948	475 851
***	Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)	614 150	693 069	969 279	702 459	714 285	221 471	209 606	879 948	475 851
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	774 234	861 586	1 097 369	747 619	720 012	223 252	265 508	924 588	413 095

Příloha 3: Cash flow (Zdroj: Vlastní zpracování v systému Excel dle: 15)

	Cash flow	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
P. 1.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	0	2740405	0	0	0	0	0	0	0
P. 2.	Přírůstek peněžních prostředků a ekvivalentů v důsledku fúze	0	484367	0	0	0	0	0	0	0
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	1 821 395	3 224 772	3 597 354	4 109 613	1 264 881	1 207 676	798 682	1 495 252	714 395
	Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	774 234	861 586	1 097 369	747 619	720 012	223 252	265 508	924 588	41 095
A. 1.	Úpravy o nepeněžní operace	717 208	636 403	-136 323	-563 449	-684 323	-586 095	223 109	-1 434 201	220 361
A. 1. 1.	Odpisy stálých aktiv	325 618	347 508	312 943	261 808	191 054	163 061	138 596	154 396	166 416
A. 1. 2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	504 861	432 991	46 583	-171 780	-15 390	-256 806	536 389	-757 228	877 085
A. 1. 3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-49 118	-17 546	-64 264	-79 090	-29 268	-31 566	-25 388	-36 809	-560 084
A. 1. 4.	Výnosy z podílů na zisku	-166 687	-94 550	-417 847	-569 224	-628 553	-379 549	-444 088	-764 937	-260 653
A. 1. 5.	Nákladové a výnosové úroky	1 962	-12 423	-7 265	-5 631	-2 515	-1 518	-1 034	-1 568	-435
A. 1. 6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	100 572	-19 577	-6 473	468	-199 651	-79 717	18 634	-28 055	-1 968
A. *	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	1 491 442	1 497 989	961 046	184 170	35 689	-362 843	488 617	-509 613	633 456
A. 2.	Změna stavu pracovního kapitálu	374 633	-694 014	620 435	-1 150 675	433 753	-374 716	1 712 786	-468 868	-157 346
A. 2. 1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	-713 128	-51 190	1 673 777	-231 366	279 414	370 914	2 154 449	326 061	-770 217
A. 2. 2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasiv	1 091 763	-603 770	-1 124 567	-895 851	198 242	-728 359	-575 327	-825 810	698 573
A. 2. 3.	Změna stavu zásob	-4 002	-39 054	71 225	-23 458	-43 903	-17 271	133 664	30 881	-85 702
A. **	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	1 866 075	803 975	1 581 481	-966 505	469 442	-737 559	2 201 403	-978 481	476 110

A. 3.	Vyplacené úroky	-10 492	-1 504	-10 950	-4 796	-171	-337	-241	-178	-31
A. 4.	Přijaté úroky	8 530	16 831	18 215	10 427	2 686	1 855	1 275	1 746	466
A. 5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-176 533	-199 652	-222 275	-263 095	179 445	37 145	-25 562	-44 329	10 217
A. 7.	Přijaté podíly na zisku	166 687	94 550	417 847	569 224	628 553	379 549	444 088	964 937	260 653
A. ***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	1 856 267	714 200	1 784 318	-654 745	1 279 955	-319 347	2 620 963	-256 305	747 415
	Peněžní toky z investiční činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. 1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-623 896	-713 688	-111 232	-86 281	-52 931	-202 020	-215 355	-310 009	-434 888
B. 2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	443 040	20 096	147 846	111 132	51 954	95 235	79 039	37 431	585 221
B. 3.	Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám	-47 557	959 467	16 680	-946 123	-896 545	423 499	-1 547 509	-308 581	-747 609
B. ***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-237 413	265 875	53 294	-921 272	-897 522	316 714	-1 683 825	-581 159	-597 276
	Peněžní toky z finančních činností	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. 1.	Změna stavu závazků z financování	0	-45 699	0	0	320 047	49 953	120 000	63 000	-330 000
C. 2.	Dopady změn vlastního kapitálu	-699 844	-561 794	-1 325 353	-1 268 715	-759 685	-456 314	-360 568	-6 393	-297 450
C. 2. 5.	Přímé platby na vrub fondů	-6 744	-7 314	-8 463	-7 273	-8 364	-7 185	-7 087	-6 393	-6 348
C. 2. 6.	Vyplacené podíly na zisku	-693 100	-554 480	-1 316 890	-1 261 442	-751 321	-449 129	-353 481	0	-291 102
C. ***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-699 844	-607 493	-1 325 353	-1 268 715	-639 638	-406 361	-240 568	56 607	-627 450
F.	Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	919 010	372 582	512 259	-2 844 732	-57 205	-408 994	696 570	-780 857	-477 311
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	2 740 405	3 597 354	4 109 613	1 264 881	1 207 676	798 682	1 495 252	714 395	237 084

Příloha č. 4: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu za sledované období (Zdroj: Vlastní zpracování v software Excel)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý nehmotný majetek	216	169	79	258	195	132	55	7	0
Dlouhodobý hmotný majetek	1 324 712	1 529 946	1 291 520	1 090 955	938 901	882 568	924 007	1 067 810	1 323 024
Dlouhodobý finanční majetek	1 627 272	1 474 880	1 402 409	1 356 674	1 355 674	1 411 174	1 403 147	1 423 461	1 396 804
Dlouhodobý hmotný majetek provozně nenutný	1 245 229	1 438 149	1 214 029	1 025 498	882 567	829 614	868 567	1 003 741	1 243 643
Dlouhodobý majetek provozně nutný	2 872 717	2 913 198	2 616 517	2 382 430	2 238 436	2 240 920	2 271 769	2 427 209	2 640 447
Zásoby	265 164	394 124	323 612	343 179	564 833	635 761	213 531	208 943	293 612
Krátkodobé pohledávky	3 824 395	5 379 700	3 485 357	4 538 675	4 947 666	3 865 934	3 854 865	3 858 637	5 442 902
Ostatní aktiva (časové rozlišení)	203 476	197 649	214 374	70 258	31 184	95 005	19 870	15 671	20 174
Krátkodobé závazky	5 352 772	6 678 447	5 355 433	3 716 119	4 279 121	3 835 989	3 318 168	2 534 080	2 879 207
Ostatní pasiva (časové rozlišení)	168 997	186 305	211 966	154 942	164 126	134 592	180 177	230 181	241 142
Provozně nutný krátkodobý. finanční majetek	452 359	1 335 689	1 071 087	743 224	855 824	767 198	663 634	506 816	237 084
Investovaný kapitál provozně nutný	2 096 342	3 355 609	2 143 547	4 206 705	4 194 696	3 634 237	3 525 323	4 253 015	5 513 870

Příloha č. 5: Výpočet a prognóza investovaného kapitálu (Zdroj: Vlastní zpracování v software Excel)

DNHM	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stav ke konci roku	216	169	79	258	195	132	55	7	0	20	50	40	28
Odpisy	77	160	142	57	63	63	47	48	7	4	9	7	5
Investice netto		-47	-90	179	-63	-63	-77	-48	-7	20	30	-10	-12
Investice brutto		113	52	236	0	0	-30	0	0	24	39	-3	-7
Investiční náročnost	0,002 %									0,000491 %			
DHM	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stav ke konci roku	1 324 712	1 529 946	1 291 520	1 090 955	938 901	882 568	924 007	1 067 810	1 323 024	1 389 175	1 479 472	1 501 664	1475 385
Odpisy	325541	347 348	312 654	261 751	190 991	162 998	138 549	154 348	166 409	124 807	150 642	152 901	150 226
Investice netto		205 234	-238 426	-200 565	-152 054	-56 333	41 439	143 803	255 214	66 151	90 296	22 192	-26 279
Investice brutto		552 582	74 229	61 186	38 937	106 665	179 988	298 151	421 623	190 958	240 938	175 093	123 946
Investiční náročnost	0,019 %									9,54 %			
DFM	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stav ke konci roku	1 627 272	1 474 880	1 402 409	1 356 674	1 355 674	1 411 174	1 403 147	1 423 461	1 396 804	1 536 484	1 636 356	1 660 901	1 631 835
Odpisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice netto		-152 392	-72 471	-45 735	-1 000	55 500	-8 027	20 314	-26 657	139 680	99 871	24 545	-29 066
Investice brutto		-151 371	-70 450	-24 039	17 196	70 196	2 669	25 314	-21 657	145 180	105 729	30 491	-23 224
Investiční náročnost	2,616 %									4,48 %			